

不適切な会計処理の開示が株主価値に与える影響

青 淵 正 幸 *

I 企業による決算訂正の開示

1 決算訂正の開示と株価

『日本経済新聞』2010年4月1日付の記事によると、2009年度（2009年4月～2010年3月）に過年度の決算訂正を行った上場企業は20社であり、前年度より3社増加したという。表1は同紙に掲載された20社の社名と決算訂正の理由を示したものである。決算訂正の主な理由は不適切な会計処理や従業員の不正行為であり、その多くは監査

法人による指摘や内部通報によって発覚している。

例えば、東証第1部上場のダイキン工業では、1999年度から2008年度の10年間にわたって、同社および同社の子会社であるダイキンファシリティーズにおいて、本来は計上できない未完成の売上高を事業年度末に計上し、また次年度に実施予定の工事を工事仕掛として計上して売上原価の圧縮を図っていた。売上の水増しと売上原価の圧縮が同時に行われており、架空の利益が10年間にわたって計上されていたことになる。これらの不適切な会計処理は、複数の従業員による請求書や伝票の改竄によって行われていた。同社は

表 1 2009 年度に決算訂正を開示した企業

社 名	上 場	訂正した主な理由
ヨンキウ	JQ	値引き売り上げの処理
ダイキン工業	T1	不適切な会計処理
ジャパン・デジタル・コンテンツ信託	TM	不適切な取引
幻冬舎	JQ	元社員の不正行為
フォーバル	JQ	社員の不正行為
広島ガス	T2	不適切な取引
伊藤忠商事	T1	海外子会社でデリバティブ取引の処理に漏れ
フタバ産業	T1	不正な資金支援など
SBR	JQ	金融サービス事業で不適切な会計処理
くろがね工作所	O2	不適切な会計処理
タカチホ	JQ	元従業員による業務上横領
中央化学	JQ	子会社で不適切な会計処理
CHINTAI	OH	子会社で不適切な会計処理
イデアインターナショナル	OH	棚卸し資産の会計処理に誤り
アルデプロ	TM	不適切な会計処理
アジア航測	T2	不適切な会計処理
モジュール	OH	固定資産の会計処理に誤り
近畿日本鉄道	T1	子会社で不適切な会計処理
JVC・ケンウッド・HD	T1	海外子会社で不適切な会計処理
アイロム HD	T1	不適切な会計処理

注：上場欄の略称は以下のとおり。

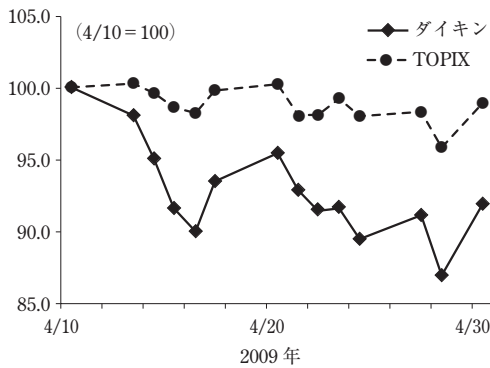
T1：東証第1部、T2：東証第2部、TM：東証マザーズ、O2：大証第2部、OH：大証ヘラクレス、

JQ：ジャスダック

出所：『日本経済新聞』2010年4月1日、16ページの表に上場区分を筆者加筆。

* あおぶち まさゆき 立教大学経営学部准教授、立教大学大学院ビジネスデザイン研究科准教授

図1 ダイキン工業の株価と TOPIX の変化



2009年4月10日(金)、内部告発によって不適切な会計処理が判明したことを開示し、利益の累積的影響額が33億円にのぼることを明らかにした¹。同日の株価終値は2,875円であったが、翌取引日(4月13日)には2,820円、さらにその翌取引日の株価終値は2,735円となり、4月28日には2,500円にまで値を下げている。図1は、4月10日の値を100としたときのダイキン工業の株価終値とTOPIXの日次ベースでの変化を示したものである。ダイキン工業の株価終値の変化の割合はTOPIXのそれに比べると大きいことが確認される。TOPIXを上回る株価の下落は、言うまでもなく同社が発したBad Newsの影響であろう。

企業不祥事の発覚が即座に株価の下落を引き起こすことは、北見(2005)や青淵(2005)の研究でも確認されている。企業不祥事というマイナスのイメージが株価に反応するためであることは容易に想像できる。投資家は企業が発信する情報、特に会計情報を投資意思決定に用いているとするならば、不適切な会計処理による利益の過大表示によって、投資家は当該企業の価値を過大に評価していたことになる。すなわち、企業が決算訂正に関する情報を開示することによって投資家は当該企業の価値を再評価することから、1人あたりの株主価値と考えられる株価の下落は、当然にして起こりうることだろう。

2 不適切な会計処理を行った企業数の推移

民間調査会社の帝国データバンクは、2009年4月および2010年4月に不適切な会計処理が発覚した上場企業の動向調査を発表している²。2004年度から2009年度までの6年間に不適切な会計

表2 不適切な会計処理を行った企業の上場区分別集計

上場別	2004	2005	2006	2007	2008	2009	計
東証1部	2	1	9	10	7	7	36
東証2部	1		2	1	2	1	7
大証1部				1			1
大証2部			1	1	3	1	6
名証2部			1				1
福証			1				1
札証				1			1
小計	3	1	14	14	12	9	53
マザーズ	1	2		1	2	2	8
セントレックス					1		1
ヘラクレス	1	1	1	2	1	2	8
ジャスダック		2	4	3	6	3	18
小計	2	5	5	6	10	7	35
発覚数合計	5	6	19	20	22	16	88

出所：帝国データバンク (TDB Watching, 2010/4/26, <http://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p100405.pdf>)

表3 不適切な会計処理を行った企業の内容別集計

不適切な会計処理の内容	2004	2005	2006	2007	2008	2009	計
子会社によるもの			1	2	3	7	21
循環取引	1		4	3	8		16
売上・資産等の水増し	4	6	14	15	20	13	72
経費・負債等の圧縮	2	1	4	7	4	5	23
その他						1	1
計	7	8	24	28	39	27	133

注：不適切な会計処理の内容は重複計上があるため、合計は件数(88件)を超過する。

出所：帝国データバンク (TDB Watching, 2010/4/26, <http://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p100405.pdf>)

処理が発覚した企業は88社にのぼる。表2はその調査結果を上場区分別に集計したもの、表3は不適切な会計処理の内容によって集計したものである。これらの表から、発覚した企業数は2006年度から2008年度にかけて多くなっていることが確認できる。米国でのエンロンやワールドコム、わが国でのカネボウや足利銀行、ライブドアなどの上場企業による粉飾決算を受けて会計監査が厳格に行われるようになったこと、公益通報者保護法の施行(2006年4月1日)によって企業内部にコンプライアンス室やヘルプラインが設置されたりしたことによるものであろう。

井端(2008)によると、最近の粉飾の手口は資産の水増しや循環取引による架空売上の計上が多く、その傾向は以前から変わっていないという³。それは表3からも見て取れる。例えば、2002年に大証ヘラクレス市場に上場したITシステム開発のアイ・エックス・アイ(2004年3月に東証第2部に上場)は、総資産や純資産、借入金の伸び

を上回るような売上高の成長を見せていたが、実際には帳簿上実在するように装った架空商品を複数の企業間で取引したように見せかけていた。2006年度の間決算を監査していた監査法人が監査の継続を要請したことから、予定していた半期報告書の提出が不可能となり、2007年1月19日に不適切な会計処理の事実を開示した。同社はその後、大阪地方裁判所に民事再生法の適用を申請して事実上倒産し、同年6月29日付で上場廃止となった。表2に示した88社のうち29社は上場廃止となり、13社が倒産に至っている。不適切な会計処理の発覚は、当該企業の社会的評価を大きく毀損することになる。

II 企業による情報の開示と株主価値

1 ディスクロージャーと株主価値に関する先行研究

企業はさまざまな情報をステークホルダーに開示している。情報開示は会社法や金融商品取引法が要請する法定開示、証券取引所が証券取引所規則に基づき投資の判断に重要な影響を与えるような企業の業務、運営、業績等の速やかな開示を求める適時開示、企業がステークホルダーとのコミュニケーションの一環として行うPR活動やIR活動から発せられる任意開示に大別される。

法定開示によって示される主たる情報は会計情報である。企業は法に則って財務諸表を作成し、所定の手続きを経て開示する。法定開示では開示の内容や様式、期限が定められているため、財務諸表を用いての企業間比較や時系列比較を行うには好都合である。近年はIT処理技術等の発展の後押しもあり、上場企業による法定開示の機会の増加や開示までの期間が短縮しているものの、開示された情報はいわば過去の情報であることに違いはない。また、開示方法等が法によって規定されているため、企業側に開示に関して工夫の余地はほとんどない。

企業が開示する会計情報と株主価値の代理変数たる株価との関係に着目した研究はBall and Brown (1968) や Beaver (1968) を嚆矢として多くの蓄積がされている。その中で、企業が発する情報と株価の関係に着目した研究の1つとして後

藤 (1993, 1997) の研究がある。後藤 (1993) は中間決算短信時において経営者が年次決算の予測値を開示することに着目し、5,744のサンプルを用いてBeaver型の検証を行った。その結果、予測値開示日の平均残差はそれ以外の日に比べて大きいことが確認され、予測情報が投資家の意思決定に影響を及ぼしていることが示された。また、後藤 (1997) は後藤 (1993) の延長上にある研究であり、予測改訂の開示が制度化された1989年4月から1992年12月までの994のサンプルを用いて同様の分析を行っている。その結果から、予測改訂の開示日には大きな株価反応が生じていること、累積残差の計算において上方改訂 (Good News) の場合は累積残差がプラスに、下方改訂 (Bad News) ではマイナスとなること、開示日前15日から開示日までの間に累積残差は生じないことが確認されている。

企業の任意による自発的なディスクロージャーが株主価値に及ぼす影響を検証した研究についても複数の結果が報告されている。音川 (2000) は日本証券アナリスト協会 (SAAJ) が行っているディスクロージャー評価を利用し、サンプル企業210社の総合評価点と株主資本コストの関係を検証した。Ohlsonモデルで推定された株主資本コストを従属変数、総合評価点、企業規模、市場リスクおよび会計リスクの4つを独立変数として回帰分析を行った結果、総合評価点の係数の符号は負となり、積極的な情報開示を行っている企業の株主資本コストは小さいことが確認された。須田ら (2004) は音川が用いた独立変数のうち総合評価点をディスクロージャー・ダミー変数に変更して同様の検証を行い、積極的な情報開示を行っている企業の株主資本コストは小さいことを確認した。しかし、いずれも分析結果は不安定なものであることも指摘されている。八重倉 (2009) は企業の自発的なディスクロージャーの水準が当該企業の残余利益や株主資本コストに与える影響について、回帰分析による検証を行った。従属変数は音川や須田らと同じくSAAJのディスクロージャー評価を利用しているが、八重倉は総合評価点ではなくアナリストによる相対化したランキングを使用している。独立変数は株主資本コスト、企業規模、PBRである。分析の結果、八重倉は株主資本コストのみを用いた単回帰の結果も、コ

ントロール変数として企業規模とPBRを加えた重回帰の結果も、ディスクロージャーの水準と残余利益および株主資本コストとの間に有意な関係を見出すことはできなかったとしている。

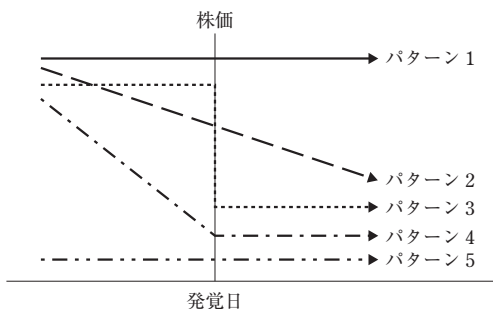
2 仮説の提示

企業はステークホルダーとの間に介在する情報の非対称性を取り除いて事業が円滑に行えるよう、さまざまな機会や方法を用いて自らの情報を開示している。企業が発する情報如何によっては、それが投資家や取引先をミスリードすることもあるため、投資家らは当該企業の価値を本源的な価値（企業価値、株主価値）以上に過大に評価することもある。それ以下に過小に評価することもある。投資家は企業会計の持つ特性と問題点を理解した上で、会計情報を用いながら企業価値を推定し、評価する。当該企業に関して追加的な情報が与えられたとき、評価は直ちに修正される。したがって、第I節で示したようなBad News、すなわち不適切な会計処理によって会計情報が歪められていることが明らかとなった場合、投資家は当該企業への評価を直ちに修正するため、それが株価に反映されることになる。

利益を過小に表示するような逆粉飾も不適切な会計処理に違いないが、表3からも明らかなように、不適切な会計処理を行う動機の多くは収益や利益の過大計上である。一般にBad Newsが市場の評価（株価）を引き上げることはない。すなわち、不適切な会計処理の事実が明らかになった場合、その発覚日もしくは開示日（以後、発覚日とする）を中心に株価は図2のような5通りの動きを見せるに違いない。

パターン1は、株価は不適切な会計処理の事実の発覚に関係なく推移すると仮定したものである。

図2 不適切な会計処理の発覚による株価変動のイメージ



すなわち、投資家は意思決定に際して会計情報を利用しておらず、その処理方法と投資行動は無関連の状態と考えられる。もしくは、当該企業の投資家は短期利殖を目的として投資行動を取っており、不適切な会計処理の発覚によるダメージと同等の利得が期待できるため、正負の要素が均衡して株価には影響を与えないのかもしれない。いずれにせよ、Bad Newsが開示されても株主価値の代理変数たる株価が無反応であるような企業は、ごく一部であろう。

パターン2とパターン4は、いずれも発覚日以前より株価が下落し始めていることを仮定したものである。これは、不適切な会計処理の存在が徐々に市場へ漏洩していることを意味している。

パターン2は不適切な会計処理というBad Newsの発覚を契機にして他の不祥事が連鎖的に露見する場合に現れる線形と考えられる。例えば西武鉄道では、2004年2月に総会屋への利益供与事件の発覚に続いて、同年10月には有価証券報告書への虚偽記載が明らかとなっている。また、石屋製菓では、2007年8月に製品の賞味期限の日付を改竄していたことに続いて、本社工場で生産する製品から大腸菌群や黄色ブドウ球菌が検出されたにもかかわらず出荷を止めなかったことが判明している。このように、一旦社会の眼が不祥事を引き起こした企業に向けられると、当該企業における不正の事実が連鎖的に表出することがある。不適切な会計処理の発覚によって投資家がそれ以外のリスクを懸念した場合、株価は下落を続ける可能性がある。

一方で、パターン4は不適切な会計処理事実が徐々に市場へ漏洩していたものの、その開示によって市場は当該企業の価値の再評価が終了し、株価の下落が停止すると仮定したものである。

パターン5は、相当以前より不適切な会計処理の存在を市場は見抜いており、すでに当該企業の評価を本源的価値の水準まで引き下げて推移している状態を仮定したものである。

仮にパターン2、パターン4、パターン5の3つのいずれかが確認されたとするならば、それは企業におけるタイムリー・ディスクロージャーに対して1つの問題を提起することになる。この3パターンに共通することは、発覚日以前に当該情報が市場に漏洩していることを示唆している。東

京証券取引所による適時開示制度は、金融商品市場が適正に機能するには適切な投資判断材料が必要であり、重要な会社情報を上場会社から投資家に広く、タイムリーに伝達する特徴を有する⁴。すなわち、不適切な会計処理の情報が発覚日以前に漏洩しているのであれば、タイムリー・ディスクロージャーが有効に機能していないことになる。

最後に、パターン3は発覚日を境にして株主価値が適正な水準に修正され、それが持続すると仮定したものである。発覚日以前には企業の不適切な会計処理の事実が市場へ漏洩しておらず、その開示とともに当該企業への評価は直ちに下方へ修正され、本源的価値に収束するのである。株価の推移がこの軌跡を描くということは、投資家は企業の価値評価に会計情報を利用していること、タイムリー・ディスクロージャーが正常に機能していること、そして訂正情報を受信すると速やかに価値評価の修正を行うことを意味する。

以上のことを踏まえ、本稿では次の2点の確認を行う。1点目は不適切な会計処理に関する開示が市場に与える影響の確認である。会計情報に誤りがあったとなれば、投資家による当該企業の評価は直ちに修正されるため、株価は本来の株主価値に近づくはずである。すなわち、発覚日を境にして株価は急落し、その状態が続くと考えられる。2点目は開示情報漏洩の確認である。企業にとってBad Newsはできれば発したくない情報であり、開示するまではその情報流出に神経をとがらせているはずである。したがって、発覚日以前においては、株価に下落傾向は見られないだろう。しかし、もしBad Newsの開示を行っても株価に変化が見られないのであるならば、それは不適切な会計処理の事実が徐々に、あるいはすでに市場に漏洩していることを意味する。以上を総合すると、不適切な会計処理を行った企業の株価は、発覚日以前には目立った動きはなく、発覚と同時に急落し、以後は下落後の水準が継続するものと仮定することができる。すなわち、図2におけるパターン3の線形を描くものと思われる。よって、帰無仮説と対立仮説は以下ようになる。

・帰無仮説 (H_0)

不適切な会計処理が行われた事実の開示は、株式投資収益率に影響を与えない。

・対立仮説 (H_1)

不適切な会計処理が行われた事実の開示により、株式投資収益率は平均実際収益率と平均期待（正常）収益率とで差が生じる。

III 実証分析

1 分析モデル

不適切な会計処理を行った企業の株価は、発覚日を境にどのような動きを示すだろうか。一般に株価が変動する要因は無数に存在する。特定の企業に関するニュースが一切存在しない場合であっても、マーケット全体の動きに連動して株価が変化することもある。そこで本稿ではイベントスタディ手法を用いて分析を行う。イベントスタディとは、企業活動に関する何らかのニュースが株価にどのような影響を与えるかを実証する方法である。本稿では企業による不適切な会計処理の事実の開示をイベントとして捉え、株価への影響を検討する。すなわち、イベント（不適切な会計処理の事実の開示）が生じなかったと仮定した場合の期待収益率を推定し、実際の収益率との差異を観察することで、当該イベントが市場においてどのように評価されたかを分析する。

期待収益率の推定には標準的なマーケットモデルを用いる。企業 i の収益率は以下のように推定される。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} : i 企業の t 期における収益率

R_{mt} : t 期におけるマーケット・インデックスの収益率

ε_{it} : 誤差項

この式を用い、イベント日以前の推定期間における企業 i の日次ベースの収益率とマーケット・インデックスの収益率から OLS で個別企業の係数 $\hat{\alpha}_i$ と $\hat{\beta}_i$ を求める。

続いて、係数 $\hat{\alpha}_i$ と $\hat{\beta}_i$ を用いて超過収益率 (AR: abnormal return) AR_{it} を計算する。

$$\begin{aligned} AR_{it} &= R_{it} - \hat{R}_{it} \\ &= R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \end{aligned}$$

個別企業 i について求められた超過収益率 AR_{it} をイベントウィンドウの各日 t において横断的に集計し、その平均値を求める。この値は平均超過収益率 (AAR: average abnormal return) と呼ばれ

る。

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

さらにAARを累積し、イベントによって株価がどのようなタイミングで反応し、またどの程度の大きさで出現するかを視覚的に確認する。その線形は、図2に示した5つのパターンのいずれかになることが予想される。累積された平均超過収益率(CAAR: cumulative average abnormal return)は以下の算式で求められる。

$$CAAR = \sum_{t=1}^N AAR_t$$

2 サンプル

実証分析に用いるサンプルは、2004年度以降に不適切な会計処理の事実を開示した東証第1部上場企業31社32サンプルとする。サンプル数が企業数より多いのは、この期間にIHIが2度の不

適切な会計処理を行っており、それぞれをカウントしたことによる。サンプルとして用いた企業の一覧が表4に示されている。

イベント日($t=0$)は不適切な会計が行われていた事実が開示された翌日(もしくは翌取引日)とする。厳密には、イベント日は企業が事実を開示した日とすべきであろう。ただ、実際に企業が不適切な会計処理を行っていた事実を開示した時刻を特定するのは困難である⁵。よって、メディア等で広く一般に情報が行き渡る開示翌日(翌取引日)をイベント日とする。

期待(正常)収益率を計算するための推定期間はイベント日の120取引日前から20取引日前までの101日間とする⁶。この推計期間の各銘柄における対前日比の収益率とマーケット・インデックスにおける対前日比の収益率を用いて回帰式のパラメータを推定する。マーケット・インデックスには東証株価指数TOPIXを使用する。

イベントウィンドウはイベント日の10取引日前から20取引日までの31日間とする。また、イベントウィンドウのうち、期間を10取引日前から2取引日前まで(-10,-2)、1取引日前から1取引日まで(-1,+1)、2取引日から10取引日まで(+2,+10)の3つに区切って、累積平均超過収益率(CAAR)の観察を行う。なお、有意性検定は t 検定を利用する。

3 分析結果

表5は、イベントウィンドウにおける各日の平均超過収益率(AAR)と、イベントウィンドウ初日よりAARを累積した累積平均超過収益率(CAAR)、そして有意差検定によって求められた t 値を示したものである。また、図3はCAARをグラフ化したものである。

表5の結果より、イベントウィンドウにおける各時点での平均超過収益率を観察すると、 $t=-1$ 、 $t=0$ 、 $t=+1$ のみ統計的に有意であることが確認できる。本研究では $t=-1$ を不適切な会計処理の事実を開示した当日として分析しており、事実の開示が株価に与える影響は当然のごとく当日より現れている。開示当日を含めた3取引日にもみ超過リターンが発生していると考えられる。

累積平均超過収益率の推移を表した図3に目を転じると、イベントウィンドウ初日(10取引日前)

表4 サンプル企業一覧

コード	企業名	発覚日
2413	エムスリー	2010/3/16
9041	近畿日本鉄道	2010/2/12
6632	JVC・ケンウッド・HD	2010/1/4
2372	アイロムHD	2009/12/17
7242	KYB(カヤバ工業)	2009/10/21
8131	ミツウロコ	2009/10/20
6367	ダイキン工業	2009/4/10
7013	IHI	2009/1/30
6724	セイコーエプソン	2009/1/27
3048	ビックカメラ	2008/12/25
7241	フタバ産業	2008/10/15
6674	ジー・エス・ユアサ	2008/9/19
1812	鹿島建設	2008/9/5
9743	丹青社	2008/7/25
1839	真柄建設	2007/12/20
7013	IHI	2007/9/28
6358	酒井重工業	2007/9/3
1929	日特建設	2007/6/27
3713	ネットマークス	2007/6/4
6701	日本電気	2007/5/29
3313	ブックオフ	2007/5/16
5612	日本鑄鉄管	2007/5/14
6310	井関農機	2007/3/23
6764	三洋電機	2007/2/23
8236	丸善	2007/1/19
1979	大気社	2006/12/25
8291	東日カーライフ	2006/12/20
8710	日興コーディアル	2006/12/15
3577	東海染工	2006/12/8
8848	レオパレス21	2006/5/16
8014	蝶理	2006/4/26
9792	ニチイ学館	2005/5/23

表 5 分析結果一覧

Time	AAR	CAAR	t 値
-10	0.1669	0.1669	0.2842
-9	0.0046	0.1716	0.0100
-8	-0.3938	-0.2222	-0.7059
-7	0.0153	-0.2069	0.0255
-6	-0.5784	-0.7853	-1.0439
-5	-0.1056	-0.8909	-0.1663
-4	0.5527	-0.3382	1.1676
-3	0.1470	-0.1912	0.2705
-2	-0.2703	-0.4615	-0.3339
-1	-1.8376	-2.2991	-1.8348*
0	-8.1512	-10.4503	-5.0088***
1	-2.3709	-12.8211	-2.0497**
2	-0.9124	-13.7335	-1.0668
3	-0.0583	-13.7918	-0.0741
4	0.1224	-13.6695	0.1998
5	1.1369	-12.5326	1.3127
6	-0.3576	-12.8902	-0.5185
7	-0.1766	-13.0668	-0.2232
8	-0.4141	-13.4809	-0.5477
9	-0.5579	-14.0388	-0.9088
10	0.4441	-13.5946	0.5206
11	-0.7396	-14.3342	-0.9968
12	-0.7238	-15.0580	-0.8805
13	0.3913	-14.6667	0.4311
14	0.8213	-13.8454	0.6995
15	-0.8805	-14.7258	-1.4532
16	-0.8815	-15.6073	-1.0252
17	0.0009	-15.6064	0.0015
18	-0.2669	-15.8733	-0.3776
19	0.5965	-15.2768	0.8513
20	0.9784	-14.2984	1.3366

***, **, *はそれぞれ 1%, 5%, 10% 有意水準で統計的に有意であることを示している。

よりイベント日前日（事実が開示された当日）までの間において超過収益は発生していないことが確認される。すなわち、当該期間に不適切な会計処理を行っているという情報が漏洩し、一部の投資家のみが市場取引に参加していたわけではないことがうかがえる。また、不適切な会計処理を開

表 6 累積平均超過収益率（CAAR）での検証

Time	CAAR	t 値
CAAR (-10, -2)	-0.0046	-0.0846
CAAR (-1, +1)	-0.1236	-5.3780***
CAAR (+2, +10)	-0.0077	-0.1012

***は 1% 有意水準で統計的に有意であることを示す。

示してから 3 取引日を経過して以降、イベントウィンドウの最終日（20 取引日）までの間の線形は、多少の上下はあるものの、ほぼ横一線に推移していると考えてもよからう。

表 6 は、累積平均超過収益率を 3 つの期間に区切って有意差検定を行った結果である。この結果からも確認できるように、不適切な会計処理の事実を開示した当日より 3 取引日の間にのみ、超過収益（本研究では超過損失）が発生している。

以上の結果より、不適切な会計処理によって投資家はミスリードされており、訂正情報が開示されたことにより投資家が過大に評価していた当該企業の株主価値は適正な水準へと収斂していること、そして、情報開示までの間にその情報が徐々に漏洩していた可能性は少ないことが確認された。よって、帰無仮説（ H_0 ）は棄却されたと考えられる。この結果は、分析対象が異なるものの、後藤（1997）による利益予測訂正情報をもたらす株価への影響の分析結果と近似するものと思われる。

IV 結 論

本稿の目的は不適切な会計処理の事実の開示が市場に与える影響およびその情報の漏洩の有無を確認することであり、イベントスタディ手法を用いてその検証を行った。前節の結果からわかるように、投資家は不適切な会計処理の事実という情報を迅速に取り入れて当該企業の評価を修正していることから、不適切な会計処理の開示という切り口から観察しても会計情報が企業価値の評価に利用されていることが確認された。情報の開示前（イベント日以前）には不適切な会計処理の事実が漏洩している可能性が低い。また、イベント日以降 20 取引日（約 30 日）の間に超過的な収益の獲得を示すような兆候は見られず、企業の作為的な情報によってミスリードされていた市場は開示された情報によって本源的価値へと収斂したこと、

図 3 累積平均超過収益率（CAAR）の推移

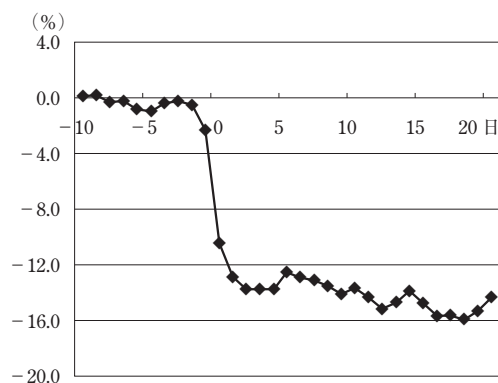
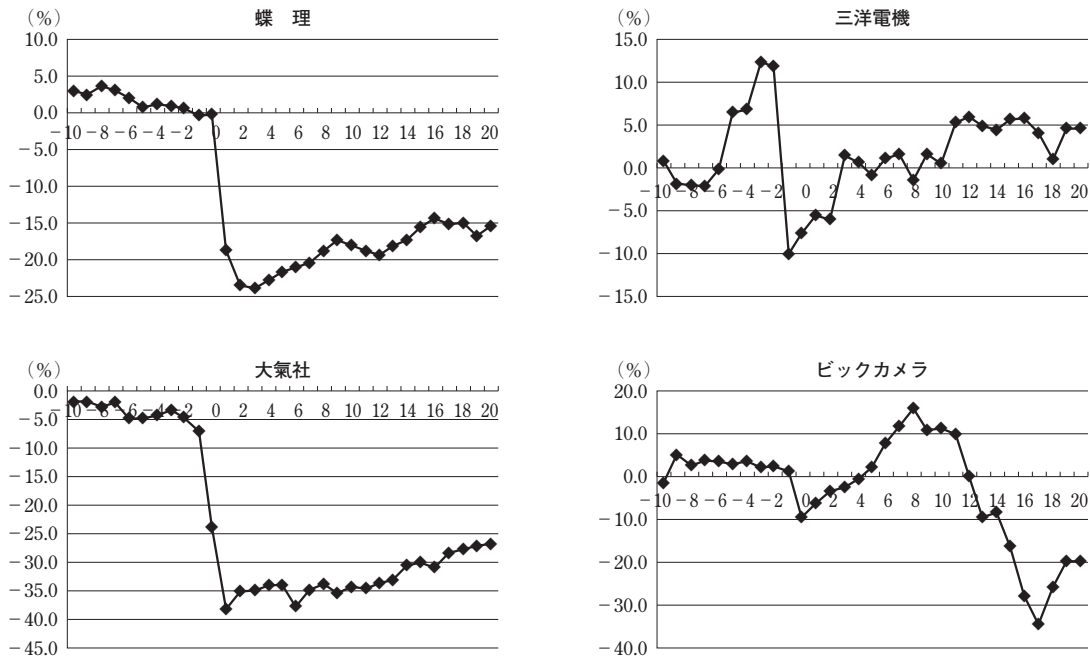


図4 企業ごとに見た累積超過収益率



すなわちタイムリー・ディスクロージャーが正常に機能していることが確認された。

その一方で、本研究に残された課題も少なくはない。第1にサンプル数の問題がある。帝国データバンクの調査でも明らかなように、不適切な会計処理の事実が発覚した企業数は6年間でも88にすぎない。それにもかかわらず、本稿では対象をさらに東証第1部上場企業に限定したため、本研究での結論は32のサンプルから得られたものにすぎないことを忘れてはならない。結果の頑健性を担保するためには、サンプル数の拡大は必要不可欠である。上場区分や収集期間を拡大し、本研究の追試を試みる必要がある。

第2に、不適切な会計処理の内容によったサンプルのセグメントが必要である。本研究では、不適切な会計処理の内容を考慮せず、一律に取り扱っているが、その内容によっては株価に与える影響や情報漏洩の度合いは異なるかもしれない。ただ、上述のとおり対象となるサンプルは無数に存在するわけではないため、内容でセグメントした研究は事例研究に止まる可能性がある。図4は、本研究で用いたサンプルのうち4つの企業による個別の累積超過収益率である。蝶理や大気社は平均的な線形を示しているといつてよかろう。一方

で三洋電機やビックカメラは明らかに異なる線形を示している。これは、図2で示した5つの線形パターンのいずれにも該当しない。三洋電機やビックカメラはなぜこのような線形を示したのか、その理由の探求が課題として残されている。

第3に、サンプルを取り巻く他の要因の除去である。周知のとおり、株価はさまざまな要因によって日々変動する。各サンプルにおいて当該時期に株価に影響を与えるような他の要因の有無について、情報内容の対象範囲を拡大して精緻に確認する必要がある⁷。これらが今後の検討課題である。

注

1 ダイキン工業は社内でも進めた調査結果を2009年4月30日に報道機関に向けて発表した。その資料には不適切な会計処理を行った手法および金額が示されている。売上高の前倒し計上の累計額は720百万円、工事仕掛調整の累計額は3,295百万円（ただし2000年度および2001年度の金額は不明）であった。

2 調査結果は、帝国データバンクホームページに掲載されている。帝国データバンク TDB Watching「第1回：不適切な会計処理が発覚した上場企業動向調査（2009/4/22）」（<http://www.tdb.co.jp/report/watching/press/>）

- p090405.html) および「第2回：不適切な会計処理が発覚した上場企業動向調査 (2010/ 4/26)」(<http://www.tdb.co.jp/report/watching/press/p100405.html>) を参照。
- 3 井端 (2008), 13-14 頁。
 - 4 東京証券取引所ホームページ (URL: <http://www.tse.or.jp/rules/td/outline.html>) 参照。
 - 5 一般に企業がプレスリリースを行う時、提供するタイミングを見計らっているものと思われる。特に開示すべき内容が Bad News ならば、できるだけ株価への影響を避けるために市場取引 (後場) の終了後や週末に開示しようとするだろう。その場合は情報開示の影響が当日の株価終値には反映されないこととなる。よって、本稿では発覚日の翌日 (翌取引日) をイベント日としている。
 - 6 実際の取引日は週5日であるため、イベント日の120取引日前はおおよそ半年前、20取引日前は1カ月前となる。
 - 7 本稿では実証分析に先立ち、各サンプルの対象期間内に不適切な会計処理以外で株価に影響を与えるような記事の有無を、日経テレコン21記事検索で確認している。

参考文献

- 青木茂男 (2008),『要説経営分析〔3訂版〕』森山書店。
- 青淵正幸 (2005),「企業不祥事における株主価値の変化」『新潟国際情報大学情報文化学部紀要』第8号, 77-87 頁。
- 石川博行 (2000),『連結会計情報と株価形成』千倉書房。
- 井端和男 (2008),『最近の粉飾——その実態と発見法〔第2版〕』税務経理協会。
- 音川和久 (2000),「IR活動の資本コスト低減効果」『会計』第158巻第4号, 73-85 頁。
- 門脇徹雄・VBS研究会VC分科会編 (2008),『上場ベンチャー企業の粉飾・不正会計, 失敗事例から学ぶ』中央経済社。
- 亀川雅人 (2009),『ファイナンシャル・マネジメント』学文社。
- 亀川雅人・青淵正幸編 (2009),『創造的破壊——企業価値の阻害要因』学文社。
- 北見幸一 (2005),「社会的責任と企業価値」『年報経営分析研究』第21号, 66-73 頁。
- 後藤雅敏 (1993),「経営者が開示する予測情報の有用性に関する実証研究」『会計』第144巻第2号, 81-91 頁。
- 後藤雅敏 (1997),『会計と予測情報』中央経済社。
- 桜井久勝 (1991),『会計利益情報の有用性』千倉書房。
- 柴健次・須田一幸・薄井彰編 (2008),『現代のディスクロージャー』中央経済社。
- 須田一幸編 (2004),『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店。
- 八重倉孝 (2009),「ディスクロージャーと残余利益」『会計』第175巻第4号, 29-42 頁。
- Ball, Ray and Philip Brown (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, Vol.6, No.2, pp.159-178.
- Beaver, William H. (1968), "The Information Contents of Annual Earnings Announcement," *Journal of Accounting Research*, Vol.6, pp.67-92.
- Campbell, J. Y., A. W. Lo and A. C. MacKinlay (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press. (祝迫得夫・大橋和彦・中村信弘・本多俊毅・和田賢治訳『ファイナンスのための計量分析』共立出版, 2003 年。)
- Frankel, Richard and Charles M. C. Lee (1998), "Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-sectional Stock Returns," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.25, No.3, pp.283-319.

[付記]

本稿は独立行政法人日本学術振興会科学研究費補助金・基盤研究 (C) (課題番号: 22530490) の助成を受けて進行している研究成果の一部である。