

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第二小委員会委員 石 川 博 行

不適切な会計・経理を開示する上場企業が増えている。(株)東京商工リサーチの調査によれば、2019年の不適切会計開示企業の社数は、集計を開始した08年以降で最も多かった16年の社数57社を上回る70社に達し、過去最多を更新した。内容をみると、その60%が架空売上の計上・水増し発注などの粉飾（不正な財務報告）(38.3%)と企業資産の着服・横領（資産の流用）(19.2%)である（残り42.5%は誤り）。発生当事者別では、その80%が会社（42.9%）と子会社・関連会社（35.7%）が占めている（残り21.4%は従業員・役員）。

20年に入っても、会計不祥事は止まらない。1月には、不二サッシ(株)、(株)ジェイホールディングス、(株)東芝が、相次いで連結子会社での不適切な取引や会計処理を発表した。世間を騒がした15年の東芝不正会計事件からわずか5年。再度の不祥事発覚に「またか」と感じた人も多かったのではなかろうか。不正会計の発覚は日本だけにとどまらない。6月には、中国の大手コーヒーチェーンの瑞幸珈琲（ラッキンコーヒー）がナスダック上場廃止になり、ドイツのオンライン決済サービスのワイヤーカードが経営破綻した。

そもそも、一般に公正妥当と認められた企業会計の基準（GAAP）は、幾つかの会計処理について、経営者にある程度の裁量を与えていることを認識しておく必要がある。したがって、適正意見が付いた財務諸表でも、会計手続きの意図的選択や変更、将来に関する恣意的な見積りなどを通じて、利益捻出や利益圧縮が大なり小なり行われている可能性がある。利益捻出については、少なくとも二つの目的が挙げられる。第一に、有利な資金調達のためである。まず、利益が大きい優良企業ほど、与信獲得に有利であり、低金利で銀行借入や社債発行ができる。また、利益増加が高株価につながれば、新株発行において、同一株数でより多額の資金調達が可能となる。第二の目的は、経営者の個人的利益のためである。高い利益水準を維持していれば、解任の可能性が相対的に低くなり、経営者の地位保全につながる可能性がある。直接的な金銭目的もある。例えば、業績連動型の報酬制度を採用している場合、より大きな利益は、より大きな経営者報酬につながる。

逆に、利益圧縮の動機もある（注1）。まず容易に想像できるのは、節税目的であろう。例えば、想定以上に利益が出そうなとき、多額の税金を支

（注1） 下記以外にも、将来利益の改善などを目的とした当期利益の圧縮も考えられる。

払いたくないと考える経営者もいる。このとき、費用を過大に計上することによって、純利益を削減し、税金算定のベースとなる課税所得を減らすことができる。関係者との交渉を有利にする目的も考えられる。利益を上げすぎていると、労働組合からの賃上げ要求、得意先からの値下げ要求、株主からの増配要求等が強まるかもしれない。公益企業の場合、高水準の利益は、補助金交付の削減や料金規制につながる可能性がある。

上記のような利益捻出や利益圧縮がGAAPの範囲内であれば問題ない。しかし、経営者がGAAPで認められた裁量を逸脱した会計処理を行えば、その利益捻出的な会計処理は「粉飾」と呼ばれ、逆に利益圧縮的な会計処理は「逆粉飾」と呼ばれることになる。これらの違法な粉飾（注2）に、着服などの資産流用を加えたものが、一般的に「会計不正」あるいは「不正会計」と言われている（日本公認会計士協会〔2020〕、『日本経済新聞』2020年8月10日付）（注3）。不正会計が発覚すると、過去業績の改訂にとどまらず、将来業績にもマイナスの影響を与える可能性が高い。様々な利害関係者にも大きな損失をもたらす。そこで本特集では、不正会計に焦点を当て、その実態、株式市場の評価、不正会計と監査の関係、ならびに最新の不正会計予測モデルについて議論する。

今回の特集は4本の論文で構成されている。最初の一ノ宮論文「不正会計の実態分析」は、第三者委員会報告などの公表資料に基づいて収集された、04～18年の15年間の不正会計事例317件の

実態分析を行っている。具体的には、5年ごとに不正会計のプロファイリングを行い、不正会計企業の平均像を3期間で比較している。分析視点は、①不正企業の定性的属性（13項目）、②不正企業の財務属性（10項目）、③不正事例の定性的属性（11項目）の三つである（注4）。

分析の結果、3期間で極端な属性差は認められず、逆に類似した平均像を観察している。同じような属性を有する不正会計事例が繰り返し発覚しているのである。その類似した属性（一ノ宮論文の第5章で要約）を把握すれば、不正会計の発生可能性の予測に役立つ可能性がある。逆に、各期間で有意差があった項目も興味深い。①同族企業の割合が低下している、②過去5年で営業キャッシュフローが黒字の年数が、むしろ増加している、③子会社での不正が増加しているといった特徴は、特に近年では、財務情報だけで不正会計を探知することが難しくなっており、定性情報の把握がより重要になっていることを示唆している。

一ノ宮論文は、日本企業を分析対象とした不正会計のプロファイリングに関する期間比較を行った先駆的研究である。リーマンショック後の期間で不正会計の発覚が増加しているが、現在の新型コロナウイルス禍の後ではどうか。属性に変化はあるか。非不正企業についても同様の分析を行い、不正企業と比較するなど、この領域の研究が更に蓄積されることを期待したい。

一般的に、不正会計が発覚すると株価が下落す

（注2） 日本公認会計士協会「上場会社等における会計不正の動向（2020年版）」（経営研究調査会研究資料第7号）の定義によれば、計上すべき金額を計上しないことだけでなく、必要な注記を行わないことも粉飾決算に含まれる（13ページ）。

（注3） 冒頭の「不適切会計」は、不正会計はもとより、意図的ではない会計処理の誤り（ミス）なども含まれる。なお、不正会計等の定義は様々であり、論者により定義が異なる可能性がある点には注意を要する。

（注4） 構成比以外は平均値が使用されていることに注意が必要である。中央値を使用すれば、異常値の影響が緩和される。

る。当該企業の将来利益の期待流れが下方修正されるのが要因の一つであるが、当該企業に対する信頼性の低下も重要なファクターである。不正会計が発覚した企業は、不正の原因を解明し、再発防止に取り組むことによって、信頼を取り戻す必要がある。その信頼回復を図るための企業対応が、不正会計を開示した企業の長期的な株価パフォーマンスにどのような影響を与えているのかを実証分析したのが、二つ目の尾関論文「不正会計開示後の企業対応と株価形成」である。信頼回復のための企業対応として、先行研究が注目した経営者交代や社外取締役の増加に加えて、不正調査の独立性（第三者委員会による不正調査）を分析対象としているのが特徴である。

具体的には、05～16年の不正会計サンプル333企業年それぞれに対して（注5）、同業・同規模で不正会計発覚の傾向スコアが最も近い企業の上位2社をコントロール企業として選択し、まず、いずれの企業対応をとった場合でも、不正会計開示直後の株価下落は大きい、第三者委員会による調査を受けた企業は、その後、株価の相対的な回復が認められるという単変量分析の結果を提示している。続く多変量分析でも、第三者委員会による調査が行われている場合、そのような調査が行われていない場合と比べて、コントロール企業との株式リターンの差が有意に縮まるという証拠を提示している。一方、経営者交代や社外取締役の増加は、その後の株価パフォーマンスと追加的に有意な関連性はない。

尾関論文の貢献は、企業不祥事の際の第三者委員会による調査の公表という日本独自の不正対応に注目し、不正会計開示企業の長期的な株価パフォーマンスとの関係を検証した点にある。不正調

査の独立性が重要であることを証拠付けた研究として意義が大きい。では、その独立的な不正調査によって株価が相対的に回復したのはなぜか。資本コストの低減がその要因なのか。株価回復のメカニズムの解明も興味深い。

会計不正が発覚するたびに大きな注目を浴びるのが、監査の問題である。三つ目の吉見論文「不正会計と監査—主要な不正事例への監査の対応—」は、会計不正と監査の関係が歴史的にどのような変遷をたどってきたのかを、転換点となった幾つかの不正事例を基に議論している。まず、産業革命を経て企業が巨大化するにつれて、監査が精査から試査へと変化し、それに伴って監査の目的が、会計不正の発見から、財務諸表の適正性に関する意見表明に変化したという歴史の変遷を論じている。その結果、監査に対して社会が持つ不正発見という期待と、実際に監査を行う側の認識の間には、必然的にギャップが生じることになる。いわゆる「監査期待ギャップ」である。

企業が大規模化した現代では、精査による監査への回帰は現実的ではないが、社会の期待に応えるためには、可能な限り期待ギャップを縮減させる必要がある。そのために導入されたのが、例えば、監査リスク（重要な虚偽表示リスク×発見リスク）を合理的に低い水準に抑えるための「リスク・アプローチ」や、企業の継続性への疑義について積極的に評価する「ゴーイングコンサーン監査」である。その後、エンロン・ワールドコム事例、その後制定されたサーベンス・オクスリー法（SOX法）を契機として、また日本では西武鉄道の有価証券報告書虚偽記載事例も契機として、「内部統制監査」が導入される。近年では、オリンパ

（注5） 不正会計開示後2期先の分析に使用されるサンプルである。1期先の分析のサンプルは372企業年である。

スの不正事例を受けて「監査における不正リスク対応基準」が制定され、東芝の不正事件を契機として「監査上の主要な検討事項（KAM）」が導入されたのは記憶に新しい。

このような監査制度改革の進展の一方で、企業のグローバル化・集団化や経済のソフト化により、監査による会計不正の発見が近年困難になっていると指摘する。不正発見という社会の期待により応えるには、現行の監査実務の枠組みを超え、グローバルな監査人全体の協力関係の中で監査を行う必要があるかもしれないという指摘は熟考に値するだろう。最後に指摘している「非財務情報に対する監査」や「倫理監査」といった新たな監査が導入される日も近いかもしれない。

個々の企業の内部資料のチェックを通じて、不正会計を防止し、あるいは早期に発見するのが監査であるのに対して、証券アナリストなど外部者は、基本的には、一般に入手可能なデータを用いて、不正会計の発見に取り組まなければならない。その方法には、不正会計企業のプロフィール分析（一ノ宮論文）のほか、より直接的な不正会計予測モデルの開発がある。最後の**首藤論文「会計学研究における不正会計予測モデルの展開」**は、後者の不正会計予測に関する海外の先行研究をレビューしたものである。

まず、不正会計研究で議論される理論的背景の多くが、利益調整研究に依拠しているという事実を指摘した上で、裁量的会計発生高（経営者が裁量的に調整した利益額）を中心とした幾つかの変数が、不正会計を見抜くのに有用であるという証拠を提示した先行研究を紹介している。次に、機械学習を中心とするデータマイニングの手法を使って不正会計を予測する近年の研究を紹介してい

る。機械学習を活用することによって、不正企業をより高い確率で正しく識別できるという研究が紹介されているが、驚くべきは、最新の機械学習パラダイムであるアンサンブル学習に、財務諸表の「生」データを組み合わせた場合、加工された財務比率を使用した場合よりも、予測モデルのパフォーマンスが優れているという最新の研究成果である。続きも興味深い。上記は、使用する生データが会計発生高など不正会計との理論的関連性がある変数に限った場合であり、全ての生データを使用した場合、予測パフォーマンスは（異常に）低下している。会計理論の存在意義が失われておらず、ホッと一安心する。

近年では、財務数値以外の情報に基づく不正会計予測モデルの開発も行われている。記述情報ベースのテキスト分析や、音声や画像、更には経営者のサインも分析対象である。動的・静的なコミュニケーションをする上でも参考になるところが多いのではなかろうか。最後に、不正会計予測モデル研究の今後の展開、ならびに会計・金融実務へのインプリケーションが提示されている。

利益連動型の報酬制度、債務契約における財務制限条項など、利益が様々な評価尺度として利用されている限り、経営者の裁量的な会計行動は無くならない。その延長線上に、GAAPを逸脱した違法な不正会計がある。不正会計の予測の精緻化は、株式投資への応用のみならず、不正会計の防止や早期発見を通じた社会的コストの低減にも貢献する。その意味でも、証券アナリストに対する期待は大きい。本特集を契機として、不正会計、ひいては会計学という生きた学問領域に対する関心が増すことを期待したい。