

財務諸表の修正再表示に関する 実証的研究の動向

——米国株式市場に与えた影響を中心として——

奥村雅史

1. はじめに

公表財務諸表に不正や誤謬があった場合には、企業は適切に修正したうえでその修正内容を公表する必要がある。米国では、1990年代後半より、財務諸表の修正再表示（restatement）の件数が急増しており、このような事態に関して規制当局はもとより広く資本市場関係者は憂慮している。たとえば、本稿で取り上げている U. S. Government Accountability Office（米国政府説明責任局）⁽¹⁾の報告書は、このような事態を憂慮した上院銀行住宅都市委員会（Committee on Banking, Housing, and Urban affairs）議長の上院議員 Paul S. Sarbanes の要請によって作成されたものである。

このような事態が生じた原因は必ずしも特定されていないが、多様な原因が考えられる。たとえば、株式市場の競争環境の変化、ビジネスモデルの多様化、取引の複雑化・高度化、それに対応する会計基準の精緻化や財務諸表を作成す

(1) 後述の2002年報告書を発行した時点では、この組織の名称は Government Accounting Office であった。米国会計検査院と訳される場合も多いが、わが国の会計検査院と比べるとその機能は多様である。

る財務報告体制の整備の遅れ、エンロンやワールドコムに代表される相次ぐ粉飾の露呈やそれに続くサーベンス・オクスレー法の施行による監査環境および経営環境の変化など、直接的あるいは間接的に促進要因となりうる状況は山積している。

わが国においては、2004年に発覚した西武鉄道による有価証券報告書の虚偽記載を発端に、有価証券報告書の記載内容に関する問題が注目された。金融庁は、上場企業に対して有価証券報告書の再検査を要求し、それに伴って多くの企業が訂正報告書を提出する事態に陥った。また、その後も、内部統制の強化を目指した法改正や基準の整備が進む中で、訂正報告書の提出件数は増大し続けている。さらに、有価証券報告書ではないが、東京証券取引所が自主規制として開示を要求している決算短信および添付資料の訂正件数も多数にのぼっている。これに関しては、取引所による決算発表の早期化要求という別の要因も働いていると思われるが、訂正報告書と並んで決算短信における開示内容についての修正頻度も高まっている。このような事態がなぜ生じているのか、どのような経済的な帰結をもたらしているのか。わが国においても、早急に検証する必要がある。

本稿は、財務諸表の修正再表示という事象に関する米国の状況を、米国政府機関である政府説明責任局によって2度にわたって提出された報告書を手掛かりとして概観するとともに、そのような現象に関する既存研究をとりあげ、その分析視点と結果を整理する。財務諸表の修正再表示をめぐる研究は、経営者や監査人の報酬や交代、会計上の裁量行動、資本市場における影響などの多様な視点からの研究が存在しているが、本稿では株式市場に関連する諸研究をサーベイすることによって、市場における経済的影響および株式市場参加者の対応の実態を検討する。米国において生じている修正再表示の現状およびその研究動向を整理し検討することによって、わが国における財務諸表の修正再表示の状況を検証する際の参考とする。

本稿の内容は以下のとおりである。第2節においては、米国政府が設置している政府説明責任局が議会に提出した修正再表示に関する2つの報告書をもとに、米国における修正再表示に関する近年の動向を概観する。第3節で、現在価値評価理論から修正再表示と株式価値の関係を整理したうえで、第4節において先行研究を概観する。そして、第5節では、要約と今後の課題について述べる。

2. SOX 法前後における米国の修正再表示の動向

米国政府説明責任局（以下ではGAOと記す）は、財務諸表の修正再表示に関する報告書を上院銀行住宅都市委員会に2度にわたって提出している。すなわち、2002年10月に“Financial Statement Restatements: Trends, Market Impacts, Regulatory Responses, and Remaining Challenges.”と題される報告書が提出され、続いて2006年7月に“Financial Restatements: Update of Public Company Trends, Market Impacts, and Regulatory Enforcement Activities.”が公表された。後者は、さらに、分析の一部を改訂して2007年3月に再発行されている。これらは、いずれも、財務報告による不正および誤謬を原因とする財務諸表の修正再表示の状況を調査したものである⁽²⁾。以下では、2002年10月に発行された報告書（以下では、2002年報告書と記す）と2007年3月に2006年の報告書を再発行したもの（以下では、2006年報告書と記す）にもとづいて、近年の米国における財務諸表の修正再表示の状況を概観する。なお、これらの報告書では修正再表示の公表に対する株式市場の反応に関する分析が提示されているが、この部分については学術論文と比較可能な分析であるた

(2) Accounting Principles Board Opinion No.20（現行では、Statement of Financial Accounting Standards No.154）によると財務諸表の修正が必要となる原因には、不正や誤謬以外にも、会計方針の変更があるがこの報告書では調査対象としていない。GAOによると、報告書のサンプルは、攻撃的会計実務、財務諸表の作成における意図的および非意図的な誤った事実の利用、会計基準の見落としや誤った解釈、会計不正を含んでいる（GAO [2002] p.76, GAO [2006] p.53）。

め、第 4 節で株価反応に関する他の研究と並列的に扱うことにする。また、本稿では GAO の報告書のすべての内容に触れているわけではなく、本稿に必要な部分だけを概説している⁽³⁾。

(1) 発生状況

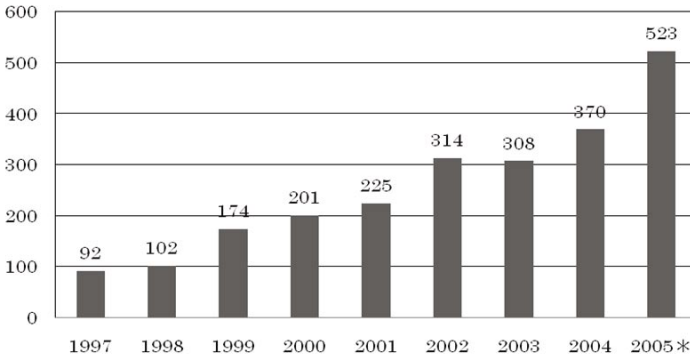
GAO は、2002年報告書においては1997年 1 月から2002年 6 月を対象とし、2006年報告書においては2002年 6 月から2005年 9 月を対象として、Lexis-Nexis オンライン情報サービスやその他のデータベースを利用してサンプルを収集し、これに関して詳細な実態分析を行っている。

2002年報告書は、不正および誤謬を原因とする修正再表示の公表件数が、1997年に92件であったものが2001年には225件に著しく増加し、さらに、修正再表示を公表した企業数は、1997年はNYSE, Amex, Nasdaq 上場企業全体のうちの0.89%であったものが、2001年には2.5%に相当する企業が修正再表示を行ったと報告している。また、もう 1 つの傾向として、修正再表示企業自体の企業規模が増大してきていると指摘している。具体的には、修正再表示企業の時価総額の平均値（中央値）が1997年では5億ドル（1億4300万ドル）であったが、2001年には20億ドル（3億5100万ドル）に増大した。

2006年報告書ではその調査をアップデートした結果、調査対象期間の2002年から2005年にかけて、2002年報告書の傾向がさらに強くなっていることが報告されている。修正再表示企業数は、2002年から2005年 9 月末時点までに、NYSE, Amex, Nasdaq の上場企業全体の3.7%から6.8%に増加し、さらに、企業規模については、その時価総額の中央値が、2002年の2億7700万ドルから2005年は6億8200万ドルに増大している。これらから、1997年から2005年にか

(3) 報告書においては、投資家の信頼性を検討するために UBS/Gallup survey-based index や the Yale index といった外部の指標を分析しているが、明確な結果が得られていないため、ここでは割愛する。

図表1 1997年1月から2005年9月における修正再表示の公表企業数



*2005年は1月初めから9月末までの件数である。

出所：2006年報告書 図2。

て3市場の上場企業においては、不正および誤謬を原因とする修正再表示が拡大を続けており、また、より大規模な企業が財務諸表の修正再表示を行うようになってきていることがわかる。このような事態は、財務諸表の修正再表示が、米国において重大な経済的インパクトを有する可能性があることを示唆している。2002年報告書および2006年報告書において示された修正再表示企業の年度別件数は、図表1に示すとおりである。

(2) 修正再表示の原因

2つの報告書では、Lexis-Nexis オンライン情報サービスによって収集されたサンプルについて修正再表示を行った原因を整理し、その原因を図表2に示す9つのカテゴリーに分類している⁽⁴⁾。

2002年報告書では、サンプルにおけるこれらの原因の頻度について、収益認

(4) その際、EDGER システムと修正再表示企業の Web サイトを補足的に利用しながら、修正再表示の具体的内容を確認することによって原因を特定している。なお、図表2は報告書の記述に基づいて作成した。

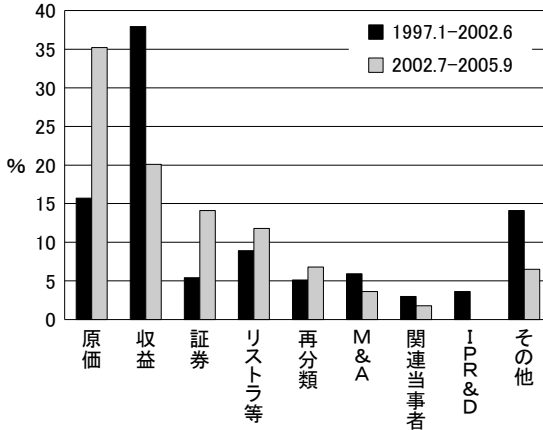
図表 2 修正再表示の原因

分類項目	内 容
①原価・費用	費用に関する不適正な会計処理。たとえば、不適正な費用認識や費用の資産化、税効果会計関連の不適切な会計処理を含む。
②収益認識	不適切な収益認識、収益に関する不適切な会計処理。循環取引を含む。
③証券関連	デリバティブ、ワラント、ストック・オプション、転換証券などに関する不適正な会計処理。
④事業再構築等	リストラクチャリングに関連した不適切な会計処理。たとえば、資産の減損、投資、のれんや棚卸資産に関する不適切な会計処理を含む。
⑤再分類	不適切な項目で処理されたものについての再分類。たとえば、負債の返済額を投資として会計処理する場合を含む。
⑥ M&A	M&A に関する不適切な会計処理。会計処理の誤り、負債や損失などの過小（過大）計上を含む。
⑦関連当事者間取引	関連当事者間取引に関する開示の不十分性や不適正な会計処理。SPE（special purpose entity）に関連する不適切な会計処理を含む。
⑧研究開発	買収時点における研究開発費（in-process R&D）評価のために採用された不適正な会計処理。
⑨その他	上記のカテゴリーに分類されないもの。たとえば、不適切な貸倒れ引当てや貸付金の償却、内容が特定されていない会計不正などが含まれる。

識を理由とするものがサンプル全体の件数919件のうちの38%程度で最も頻度が高かったこと、また、1997年から2002年の各年ベースでも収益認識を原因とする修正再表示が最も多かったことを報告している。

これに対して、2006年報告書では、収益認識に変わって原価・費用関連の修正再表示が主要な原因となっている。その主要な要因は、2005年の初頭にリース会計に関する問題が表面化したことに伴い⁽⁵⁾、135件の修正再表示が発生したことにある。とくに、2005年における修正再表示件数の急増は、これに依る

図表3 修正再表示の理由



出所：2006年報告書図4をもとに筆者作成。

ところが大きい。2002年報告書で最も多かった収益認識を原因とする修正再表示は、依然として2番目に多い理由であり、収益認識の問題をめぐる修正再表示が相対的に頻度が高い状況が続いていると報告されている。

また、2つの報告書では、修正再表示を促した主体に関する調査を実施している。それによると両報告書の調査期間において、企業自身による修正再表示が最も多く、2002年報告書では全体の発生件数のうち49%、2006年報告書では58%程度が企業自身による修正再表示であった。これに対して、2002年報告書では16%、2006年報告書では24%が外部者（外部監査人、メディア、SECなど）が促した修正再表示であり、また、残り（2002年度で35%、2006年度で18%）はその主体が不明であった。不明のケースが相当程度あり、実際に、これらが内部者によるものか外部者によるものかによって、外部者による修正再表示も相当程度の高い比率である可能性がある⁽⁶⁾。外部者による不正や誤謬の発見は、

(5) 2005年に、特定のリース資産や内装費用（leasehold improvements）に関する SEC chief accountant のレターが公表された。

内部では発見できていないことを意味し、会社内部の財務報告に関するチェック体制の弱さを示唆したり、監査人との意見の相違などを連想させたりする。それゆえ、もし投資家がそのように解釈すると企業が考えるならば、修正再表示企業はそのことに伴う追加的な株価下落というコスト負担を予想するだろう。それゆえ、外部者による発見でないこと、すなわち、内部者による不正や誤謬の発見であるか、不明としておきたいというインセンティブが経営者にあると推測される。

3. 株式市場における投資家の反応

財務諸表の修正再表示に対して、株式市場はどのように反応するであろうか。まず、情報の修正は、修正前の情報によって形成されていた投資家の信念を改訂する可能性があるので、その内容しだいで株価は反応するであろう。また、いったん公表した情報を修正する必要があるという事実によって、投資家における財務報告に対する信頼性が低下する可能性があるが、他方で、経営者が財務報告システムの欠陥を認識しそれを直すことが投資家によって確信されるならば、そのような信頼性の低下は生じないであろう⁽⁷⁾。さらに、修正再表示への反応は、市場の効率性の程度、企業の経営環境、多様な企業特性におうじて異なるであろうと予想される。

株式市場が効率的であることを仮定し、株価が現在価値理論によって説明できるとする。そのとき、財務諸表の修正再表示という情報が株価を変動させる

(6) たとえば、2002年報告書は、修正再表示を行った Critical Path Inc. が、当初、外部監査人によって促された修正再表示であることを公表していなかった事実を指摘している。

(7) 「財務報告の信頼性」の内容はいくぶん曖昧であると思われる。財務報告に一定のバイアスがあること（たとえば、攻撃的な会計）をもって信頼性が低いというのか、それとも、将来において修正される確率が高いことをもって信頼性が低いというのか。また、一般的な財務報告の問題なのか、それとも、個別的な問題なのかについても曖昧さがある。後述する先行研究において「財務報告の信頼性」を問題とする研究があるが、上記のいずれの場合であっても「財務報告の信頼性」という用語を用いているようである。本稿でも、このような広い意味で「財務報告の信頼性」という用語を使う。

場合には、その情報は分子の将来キャッシュフローの期待値における変化を招来するか、リスク評価の変化を通じて分母の割引率（資本コスト）を変化させることによって株価に影響するはずである。前述のように、修正再表示によって投資家の信念が改訂されるような場合は分子あるいは分母が変化する可能性があり、また、財務報告の不確実性が增大する場合には割引率が上昇するであろう。

次節では、株式市場との関連で分析している先行研究をその分析視点から、以下の4つに区分して分析の概要を見るとともにその結果を整理する。

- ・修正再表示企業自体の株価反応を分析する研究、
- ・伝播効果（contagion effect）を分析する研究、
- ・修正再表示企業の会計利益の情報内容を分析する研究、
- ・修正再表示公表前後の市場参加者の行動を分析する研究

4. 先行研究の内容

(1) 修正再表示企業の株価反応

GAOの2002年報告書および2006年報告書は、修正再表示の公表が当該企業の株価に与えた影響について検討している。2002年報告書では合計689件、2006年報告書では1,390件のサンプルにもとづいて、修正再表示の公表日前後における公表企業の株価の動向を、短期、中期および長期の観点から分析した。なお、中長期的な観点からの分析結果は、修正再表示以外の多様な要因が強く影響しており、明確な解釈ができないので、以下において、短期的な分析を概観する。

これらの報告書では、標準的なイベントスタディの手法によって修正再表示の公表前後における累積異常株式収益率（CAR）⁽⁸⁾の動向を分析している。なお、以下で示す結果は、公表日の前日から翌日までの3日間についてのCAR

(8) 分析対象期間の直前の120取引日の株価データに基づいて市場モデルを推計し、推計された係数を利用して分析期間における異常収益率を推定している。

図表 4 短期的な株価反応

期 間	CAR	サンプル数
2002年報告書 (1997.1-2002.3)	-9.5%	689
1997	-10.6%	80
1998	-14.0%	87
1999	-9.6%	145
2000	-10.6%	152
2001	-5.6%	181
2002.1-3	-9.6%	44
2006年報告書 (2002.7-2005.9)	-1.9%	1,061
2002.7-12	-4.1%	121
2003	-1.6%	242
2004	-2.5%	297
2005.1-9	-1.0%	401

を分析したものである。

図表 4 は2002年報告書と2006年報告書の株価反応（CAR の平均値）の結果をまとめたものである。まず第 1 に、いずれの期間および年度においても財務諸表の修正再表示の公表に対して株価はマイナスに反応していることがわかる。この結果は、現在価値理論にもとづくと、期待キャッシュフローの低下あるいは資本コストの上昇が生じていることを意味する。さらに、図表 4 をみると、2002年報告書における調査期間においては全体で-9.5%、各年度においても-10%前後という比較的大きな株価下落を記録しているが、2006年報告書においては平均-1.9%の下落、各年度においても-4%から-1%となっており、2つの報告書において時間の経過とともに株価反応が小さくなっている。なぜ、時間の経過とともに株価反応が小さくなっているのかは、必ずしも明らかにされていないが、重大な修正再表示の件数が減少した可能性がある。

しかし、このような株価反応の縮小は必ずしも経済的なインパクトが小さくなっていることを意味しない。すなわち、2006年報告書では下落率こそ小さくなったが、修正件数が増大しているとともに修正再表示企業が大規模化していることによって、年間ベースで時価総額にして112億ドルの下落が生じており、2002年報告書の調査期間における年間174億ドルの下落と比較しても依然として重大な経済的インパクトがあると考えられるのである⁽⁹⁾。

株価反応を分析している先行研究に、Palmrose, Richardson and Scholz [2004] がある。彼らは、Lexis-Nexis データベースを利用して1995年から1999年の修正再表示403件を抽出し、これらをサンプルとして分析している。彼らの研究は、GAOの2002年報告書では行われていなかった修正再表示の原因別分析をすることを主目的としている。GAOの報告書と同様に標準的なイベントスタディの方法で短期的な株価反応（公表日およびその翌日のCAR）を分析した結果、サンプル全体については累積期間2日間において平均-9%のCARが検出された。これは2002年報告書の結果と比較したとき、調査期間やCARの累積期間に差があるもののほぼ整合的な水準である。そして、その反応を原因別に検討するために、CARを被説明変数とし、修正再表示の原因と関連がある諸変数（不正か否か、修正再表示を促した主体、利益が修正されたか否かなどを表すダミー変数、純資産の変化、修正が関連する財務諸表の箇所数）やコントロール変数（企業規模、レバレッジ、修正前のパフォーマンスを表す変数）を説明変数とする回帰モデルを設定し分析している。その結果、以下のようなケースで修正再表示の公表時点における株価の下落が強くなることを発見している。すなわち、修正再表示が不正を原因とするケース、修正再表示がより多くの勘定に影響するケース、修正再表示が利益の減少を伴うケース、修正再表示が外部監査人や経営者に促されたものであるケースである。前

(9) GAO [2007] p.24 参照。

述のように、コストを削減するために企業自身が修正再表示を自発的に行うとするならば、経営者によるケースでは株価下落は緩和されると予想されるが、結果は逆であった。この点について、彼らは、経営者によって発見されるケースはより深刻なものである可能性があること、経営者によるものであっても実際には外部監査人に発見されている場合があること、内部監査によって発見されることは外部監査人によって発見されることと大きな差がないことなどを原因として指摘している。

さらに、彼らは、修正再表示が個別株式の将来キャッシュフローの予測とリスク評価に影響しているかどうかを検討するために、修正再表示前後のアナリスト予測利益の散らばり、ビッド・アスク・スプレッド、アナリストの予測改訂を分析した。その結果、ビッド・アスク・スプレッドにおいては明確な結果が得られなかったが、予測の散らばりについては修正再表示後に統計的に有意に拡大しており、また、それは株価反応の大きさと関連していたことから、修正再表示によってリスクが高まったと解釈している。さらに、アナリストの利益予想も改訂されており、これも株価反応の大きさと関連していた。以上から、修正再表示が個別株式の将来キャッシュフローの予測とリスク評価の両方に影響していると結論付けている。

これに対して、Hribar and Jenkins [2004] は、資本コストに注目し、これを分析することによって株式市場の反応を検討している。これは、Palmrose, Richardson and Scholz [2004] において確認されたリスク評価と修正再表示の関係をさらに詳細に分析するものであると位置づけられる。GAO が公表した1997年1月から2002年の6月までの修正再表示のデータベースを利用し、そこから分析上必要なデータがそろっている292件をサンプルとした。Ohlson モデルや Ohlson and Juetter-Nauroth モデルなどの複数の株式価値評価モデルに株価および予測利益などを代入することによって、修正再表示公表前後のインプライド資本コストを推定し、その変化を分析した。その結果、修正再表示は

平均的に株価を減少させるが、それはアナリストによる予測利益の減少と資本コストの上昇を通じて起こっていることがわかった⁽¹⁰⁾。ここで使用したモデルによれば、平均して、資本コストは修正再表示の翌月には7%から20%上昇しており、これは、修正再表示によって財務報告の信頼性が低下する、言い換えると、経営者の信頼性や能力に関する不確実性および利益の質に関する不確実性が増大するという見方に合致すると解釈された。また、監査人によって促された修正再表示は資本コストを大きく上昇させること、高レバレッジ企業においては資本コストの上昇が大きいことがわかった。さらに、営業関連の利益に影響する修正再表示や過去に急成長している企業の修正再表示は資本コストに影響せずに将来キャッシュフローの見積もりにおいて大きな改訂が生じていることもわかった。このように、Hribar and Jenkins [2004] は、修正再表示の要因によって資本コストへの影響が異なることを明らかにしている。

以上のように、短期的な株価あるいは資本コストの分析では、企業の事後的な対応について考慮していない。たとえば、すでに述べたように、修正再表示によって経営者が自らの企業の問題を直視し、財務報告システム等の重大な改革をする場合には、不確実性は増大せず割引率の上昇につながらないこともあるであろうと推測される。修正再表示と事後的な対応にタイムラグがある場合には、中長期的な分析をすることによって修正再表示をめぐる全体的なインパクトを把握することが可能となる。多様な要因をコントロールしながら、中長期的な分析を行う必要があると考える。

(2) 修正再表示公表の伝播効果

特定企業において生じたイベントの公表が、同業他社の株価に影響する可能性がある。これを伝播効果 (contagion effect) といい、これまで、株式買戻し、

(10) 現在価値評価のフレームワークでは、分析モデルの分子の減少 (将来キャッシュフローの期待値の減少) と割引率の上昇 (資本コストの上昇) を意味する。

配当変更、合併などの公表について、この効果が存在することが確認されている。

特定企業が修正再表示を公表した場合にも、同業他社に伝播する可能性がある。すなわち、投資家はそのニュースを、競合企業においても同様に生じうるある種のトラブルであると解釈する場合には、公表企業と同様に競合企業の株価も下落する可能性がある。修正再表示に関する伝播効果を分析する研究としては、Xu, Najand and Ziegenfuss [2006] と Gleason, Jenkins and Johnson [2008] がある。

Xu, Najand and Ziegenfuss [2006] は、GAO が作成した修正再表示のデータベース（1997年から2002年6月までのサンプル）から分析に必要なデータがそろそろ561件をサンプルとして、修正再表示公表前後の同業他社の短期的な株価動向を分析した⁽¹¹⁾。分析の結果、修正再表示の影響が同業他社の株価に伝播していることを確認した。そして、Erwin and Miller [1998] の知見を参考して、キャッシュフロー特性（株式収益率の相関で代理する）、レバレッジ、産業の集中度、修正再表示企業の CAR の水準が伝播効果の強弱に影響しているかどうかを検証している。結果として、修正再表示企業の株価の下落は、同業種企業の中でも類似したキャッシュフロー特性を有するライバル企業の株価において大きいことを発見した。さらに、Hribar and Jenkins [2004] と同様の方法でインプライド資本コストを推定し、伝播効果が資本コストの変化を通じて生じているわけではないこと、すなわち、短期的な将来キャッシュフローの予測の変化を通じて伝播効果が生じていると結論付けている。これは、同業他社における不確実性の増大ではなく、同業他社の財務諸表における一定の修正再表示そのものを予測していることを意味している。

Gleason, Jenkins and Johnson [2008] は、1997年から2002年6月までの修

(11) GAO の調査と同様に、公表日前日、当日および翌日の3日間における CAR について詳細に分析している。

正再表示については GAO のデータベース、1990年から1996年までのものについては Wall Street Journal によってサンプルを収集し、そこから、四半期決算発表と同時に公表されたもの、プラスの株価反応があったものおよび-1%から0%の比較的軽微なマイナスの株価反応であったものをサンプルから除外し、最終的に、380のサンプルについて分析している。修正再表示公表後10日以内の株価反応を分析したところ、同業種企業において統計的に有意なマイナスの株価反応が検出され、伝播効果が存在することが確認された。さらに、彼らは、Richardson et al. [2003] の結果を参考に、会計の質が悪いほど、また、攻撃的会計に関する市場の圧力（市場が企業における攻撃的会計の選択を抑制すること）が強いほど伝播効果が大きいと予想し、これを検証した。同業種企業における修正再表示日の前日から翌日における3日間の CAR について、会計の質や市場の圧力を表わす代理変数との相関を分析した結果、会計の質を表わす発生項目額の水準は CAR と統計的に有意な負の関係にあった。これは発生項目額の水準が高いほど会計の質が低く、そのため修正再表示の可能性が高い⁽¹²⁾と予測されるので伝播効果が強いという当初の仮説と整合的である。また、市場の圧力を表す EP（利益株価比率）、BM（純資産簿価時価比率）、STRING（アナリスト予測利益を少し上回るときに1それ以外るときに0をとるダミー変数）について、CAR との関連を分析した。EP と BM は成長性を反映し、これらの比率が低いほど市場の圧力が強いため伝播効果が生じやすいと考えられる。この2つについては予想どおりの符号で統計的に有意となった。しかし、STRING については、これが1の時に市場の圧力が強いため修正再表示はマイナスの株価反応となると予想しているが、逆に、プラスに反応することがなかった。この点についての理由は明確ではない。

(12) Richardson et al. [2003] によると、発生項目が多額であることと将来に修正再表示が行われることに関連性がある。

(3) 修正再表示後における利益の情報内容

前述のように、財務諸表の修正再表示が行われることによって、その後の財務報告に対する信頼性が損なわれる可能性がある。Wilson [2008] は、修正再表示の前後における公表利益に対する株価反応を分析することによって、修正再表示が当該企業の財務報告の信頼性にどのような影響を与えているのか、さらに、その影響はどの程度持続的なものなのかについて分析している。

Wilson [2008] は、GAO が提供する1997年から2002年6月までの修正再表示のデータベースから分析に必要なデータがそろったものを抽出し、最終的に215件をサンプルとして、修正再表示前後の四半期利益の情報内容を検討した。具体的には、修正再表示前の4四半期およびその後の6四半期の公表利益における利益反応係数を測定し、その動向を分析した。もし、修正再表示があったことによって、投資家が当該企業の利益はパフォーマンスを適切に表示せず、将来キャッシュフローに関して十分な情報を提供しないと判断するようになったならば、修正再表示後はそれ以前よりも利益反応係数の低下が観察されるだろうと考えられる。分析の結果、修正再表示直後、すなわち、続く2四半期の利益反応係数は統計的に有意に低下したものの、その後には回復しており、必ずしも長期的に情報内容が損なわれているわけではないことがわかった。また、サンプルを修正再表示の原因別に詳細に分割して分析した結果、収益認識を原因とするサンプルにおいては利益反応係数の低下はより持続的であること、修正再表示の公表に対する株価下落が大きいサンプルは利益反応係数の低下が著しいこと、さらに、監査人の交代や経営者の交代といった財務報告に関するガバナンスを変更した企業においては反応係数の低下は生じなかったことが明らかとなった。

以上のような結果は、市場における財務報告への信頼性が修正再表示により低下することを確認するものであるが、その内容によって、さらには、事後的な対応によって信頼性低下の持続性が異なることを示している。

(4) 修正再表示と市場参加者の行動

前述のように、修正再表示の公表に対して株式市場はマイナスの反応をする。これは、修正再表示の公表時点ではじめてこの状況が市場に伝わっていることが前提である。なぜなら、修正再表示企業が抱える財務報告上の問題を分析能力のある投資家やアナリストがより早い時期に察知するならば、このような問題は公表以前に株価に織り込まれ、公表時点では株価反応は生じないはずだからである。アナリストは修正再表示企業を分析することによってこれを察知できない（あるいは、しない）のか、また、あらゆる投資家はこれを察知できないのか。このような興味から、Griffin [2004] はアナリストおよび投資家の行動を分析した。

Griffin [2004] は、通常の修正再表示ではなく、証券集団訴訟が提訴され、最終的に開示内容を修正することになったものをサンプルとして分析した。具体的には、1994年から2001年に決着した証券集団訴訟における矯正開示 (corrective disclosure) の前後の状況を調査することによって、アナリストおよび投資家の行動を分析している。その結果、矯正開示後にアナリスト・カバレッジが低下していること、多くのアナリストは矯正開示前ではなく矯正開示時点ではじめて当該企業の評価を下げることによって予測誤差を縮小していることを発見した。これらの事実は、アナリストが将来において経営者から情報を得やすくするためにバッド・ニュースをあばくことを好まないこと、アナリストを雇っている投資銀行などが楽観的バイアスを与えること、アナリストは訴訟に関連した知識が少ないためにその分析には高いコストがかかることといった要因と整合的であると解釈している。以上から、アナリストは財務情報の修正というバッド・ニュースに効率的に対応しているとは言えないと結論付けている。

これに対して、空売り実行者やインサイダーについては、矯正開示前にいち早く適切に対応していることが確認された。すなわち、空売り残高は矯正開示

の6カ月ほど前から増加し、矯正開示後にそのポジションを著しく解消していること、また、インサイダーも矯正開示の8か月ほど前から取引が活発になり、矯正開示後に取引が著しく減少していることが明らかとなった。これらの投資家は、矯正開示前に財務報告上の問題を察知し、その後の株価下落から利益を得ている（あるいは株価下落に備えている）といえる。

空売り残高については、Desai and Krishnamurthy [2006] がさらに詳細な分析をしている。前述のGAOのデータベースから、分析に必要なデータがそろそろ477件のサンプルを抽出し、各サンプルについてコントロールサンプルを作成したうえで、両者を比較することによって修正再表示の公表前後の空売り残高を分析した。修正再表示サンプルにおいては、公表18ヶ月前より空売り残高が累積されているのに対して、コントロールサンプルにおいてはそのような現象は観察されなかった。このような結果は、Griffin [2004] の結果と整合的であり、投資家が修正再表示企業の財務報告上の問題を事前に察知し、それを動機として空売りを実行している可能性があることを示唆している。彼らはさらに、修正再表示の公表前後の空売り残高の変化幅についての決定要因を分析している。その結果、純資産簿価時価比率、規模、流動性などの企業特性をコントロールしてもなお、修正再表示前における発生項目額が多額な企業について空売り残高の変化が大きいことがわかった。以上の分析結果から、空売りの動機に財務報告への不信があり、空売り実行者は会計上の発生項目額の水準によって伝達される情報に関心を寄せていることが示唆された。

5. むすび

本稿では、近年の米国における財務諸表の修正再表示の現状を概観したうえで、修正再表示というイベントが株式市場に及ぼす影響を分析する研究を整理し検討した。先行研究は、短期的な株価反応を研究することによって、財務諸表の修正再表示の公表が株式市場に重要な負のインパクトを与えていることを

確認した。そして、個々の修正再表示の公表に対する平均的な株価反応は1990年代から2000年代に入って縮小傾向にあるものの、時間の経過とともに修正再表示の件数が急増しているため、全体としての経済的インパクトはなお大きいことがわかった。また、修正再表示の原因やそれを促した主体の種類は株価反応と関連があり、修正再表示は市場において一様に評価されるわけではないこと、さらに、株価反応は短期的な利益見通し（キャッシュフロー予測）と資本コストの上昇の両方のルートを通じて生じていることも明らかにされた。そして、修正再表示はそれを公表する企業の株価を下落させるのみならず、同業他社の株価も引き下げる効果（伝播効果）があることも明らかとなった。

また、財務諸表の修正再表示が会計利益の情報内容を変化させることも確認された。すなわち、修正再表示前後の利益反応係数を分析した結果、公表後の利益反応係数に下落が見られ、これが財務報告に関する信頼性の低下を表していると解釈された。

そして、最後に、修正再表示に対する市場参加者の行動に関する分析については、アナリストは効率的に対応しているとはいえず、他方、インサイダーや空売り実行者においては、財務報告に関する問題を早くから察知し、その公表前から投資行動に反映させていることが確認された。

以上のような研究に加えて、検討するべき点は数多くある。まず、修正再表示の発生件数が著しく増加しているがその原因についてはこれまで必ずしも特定されていない。資本市場の競争圧力の増加、取引の複雑化、会計基準の多様化や複雑化、経営者報酬制度の変化、監査手法の変化、法的環境の変化（たとえば、サーベンス・オクスレー法の施行）など多様な要因が考えられるが、その影響を詳細に検討する必要があるだろう。また、修正再表示は一般にバッド・ニュースであると考えられているが、たとえば、修正の結果として利益が増加するケースの株価反応についてはどうであろうか。さらに、修正再表示企業の財務情報の信頼性が社債市場にどのように影響しているのかを分析するこ

とも重要である。そして、既に述べたように、ここでとりあげた研究は短期的な株価反応の分析を中心としており、事後的な対応を含めた修正再表示全体の経済的影響を検討するためには中長期的な分析が必要となるであろう。修正再表示企業の中長期的な株価や財務報告体制の推移などを検討することによって、修正再表示というイベントの最終的な評価を試みる必要がある。

資本市場以外にも研究の視点は多く存在する。たとえば、修正再表示の原因には、経営者による機会主義的な裁量行動が含まれる可能性がある。どの程度の修正再表示がこれを原因としているのか。また、経営者の裁量行動と関連があるとすると、経営者の報酬制度や監査人の特性との関連はあるのか。また、修正再表示と経営者や監査人の交代にはどのような関係があるのか。これらの一部については先行研究が存在しており、それらの研究を整理するとともに、本稿で確認した資本市場の研究との関係を検討する必要がある。

筆者が調べたところでは、近年、わが国においても財務諸表の公表後の修正が急増している。単なるケアレスミスと考えられる軽微な修正も非常に多いが、重要性が高いと考えられる修正も存在している。しかし、わが国では財務諸表の公表後の修正に関する体系的な研究はいまだ行われていないのが現状であり、学術的な研究の観点からも、また、政策的な観点からも、今後、その研究を進める必要がある。

謝辞

本研究は、独立行政法人日本学術振興会より科学研究費補助金（基盤研究（C）課題番号19530420）の助成を受けている。

参考文献

- Desai, H., S. Krishnamurthy, and K. Venkataraman. 2006. Do Short Sellers Target Firms with Poor Earnings Quality? Evidence from Earnings Restatements. *Review of Accounting Studies* 11 (March): 71-90.
- Easton, P. D. and S. J. Monahan. 2005. An Evaluation of Accounting-Based Measures of Expected

- Returns. *Accounting Review* 80 (2): 501-538.
- Orwin, G. and M. Miller. 1998. The Intra-Industry Effects of Open Market Share Repurchases: Contagion or Competitive? *Journal of Financial Research* 21 (4): pp.389-406.
- Gebhardt, W. R., C. M. C. Lee and B. Swaminathan. 2001. Toward an Implied Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 39 (1): 135-176.
- Gleason, C. A., N. T. Jenkins, and W. B. Johnson. 2008. The Contagion Effects of Accounting Restatements. *The Accounting Review* 83 (1): 83-110.
- Gode, D. and P. Mohanram. 2003. Inferring the Cost of Capital Using the Ohlson-Juettner Model. *Review of Accounting Studies* 8 (8): 399-431.
- Griffin, P. 2004. A league of their own? Financial analysts' responses to restatements and corrective disclosures. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 18: 479-518.
- Hribar, P. and N. Jenkins. 2004. The Effect of Accounting restatements on Earnings revisions and the Estimated Cost of Capital. *Review of Accounting Studies* 9 (June-September): 337-356.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 661-687.
- Ohlson, J. A. and B. E. Juettner-Nauroth. 2005. Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value. *Review of Accounting Studies* 10 (2-3, September): 349-365.
- Palmrose, Z-V., V. J. Richardson, and S. Scholz. 2004. Determinants of market reactions to restatement announcements. *Journal of Accounting and Economics* 37 (February): 59-89.
- Richardson, S. A., A. I. Tuna and M. Wu 2002. Predicting Earnings Management: The Case of Earnings Restatements. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=338681>.
- U.S. General Accounting Office (GAO). 2002. *Financial Statement Restatements: Trends, Market Impacts, Regulatory Responses, and Remaining Challenges*. GAO-03-138. Washington, D.C.: Government Printing Office.
- Williams, O. M. 2006. *Financial Restatements: Update of Public Company Trends, Market Impacts, and Regulatory Enforcement Activities*. GAO-06-678. Washington, D.C.: Government Printing Office.
- Wilson, W. M. An Empirical Analysis of the Decline in the Information Content of Earnings Following Restatements. *The Accounting Review* 83 (2): 519-548.
- Xu, T, M. Najand and D. Ziegenfuss. 2006. Intra-Industry Effects of Earnings Restatements Due to Accounting Irregularities. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33 (5) & (6) (June/July): 696-714.