

(続紙 1)

| | | | |
|--|-------------------------------|----|------|
| 京都大学 | 博士 (経営科学) | 氏名 | 瀧澤 創 |
| 論文題目 | 内部統制不備に対する株式市場の反応と内部統制開示情報の意義 | | |
| (論文内容の要旨) | | | |
| <p>本論文は、日本企業の内部統制の不備を分析対象とした研究である。具体的には、企業の内部統制不備が株価(株式リターン)に与える影響を分析し、内部統制不備による企業価値の毀損の可能性と、不備の種類と価値毀損の大きさの関係を示している。また、内部統制報告書の法定開示情報と不祥事調査報告書による企業の任意開示情報に焦点を当てた検証を行っている。さらに、重要な内部統制構成要素である統制環境の不備による企業不祥事について、コーポレートガバナンスという観点から考察をしている。以下、本論文の内容について要約する。</p> <p>第1章では、本研究の背景について述べられている。資本市場のグローバル化や日本版SOX法の施行、日本企業にとっての内部統制報告の導入の経緯などが紹介されている。</p> <p>第2章では、2008年から2019年の期間に生じた企業不祥事に関する内部統制不備の事象について、イベントスタディの手法を用いた実証研究が行われている。検証の結果、統制環境の不備事象の発覚は、それ以外の内部統制不備の事象よりも大きな株価の下落(負の超過リターン)をもたらし、同時に異常出来高(売買高が増加する事態)も生じることが確認されている。また、法令遵守目的を阻害する内部統制不備に対して、株価の下落と出来高の増加が観察されることも示されている。これらの結果は、投資家や経済的なコストという観点から、統制環境不備と法令遵守を妨げる内部統制の不備を回避することが必要であることを示唆している。本研究では、2006年から2019年までの期間において、独占禁止法違反の疑いで公正取引委員会が立入検査を実施した企業の株価は、売買高の増加を伴い有意に下落することも示されている。とくに、2009年改正独禁法の施行以降、その傾向が強まったことが確認されている。</p> <p>第3章では、財務報告に係る内部統制不備事象の発覚後に公表された各社の内部統制報告書を詳細に調査している。特記事項として事象が開示されていること、事象のすべてが内部統制報告書に開示される必要がないこと、不祥事発覚の後日の訂正によって統制不備を開示した企業が相当数に上ることなどが報告されている。業務あるいは法令遵守目的の内部統制に問題があっても、財務報告に係る内部統制を有効であると評価しているケースがほとんどである。株価との関係では、大幅な株価の下落につながる不祥事を引き起こした企業は、自社で調査を行い、その結果を調査報告書として自主的に公表する傾向があることが示されている。株価の大幅な下落が、企業の自主的な調査のトリガーとなっている可能性がある。</p> <p>第4章では、最上位の内部統制構成要素である統制環境とコーポレートガバナンスの関係が考察されている。統制環境の不全であり、同時にコーポレートガバナンスの不全ともみなされる取締役会の機能不全や、企業の倫理観の欠如から生じた企業不祥事は、そうでないケースと比較して、より大きな株価の下落に結びついている。第5章は、本論文のまとめである。</p> | | | |

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、実証ファイナンスの領域における学術研究において用いられる手法であるイベントスタディを適用し、企業の内部統制の不備が重要なステークホルダーである株主(株式価値)に与える影響を検証した論文である。本論文の第2章と第3章は、査読付き雑誌に掲載された論文(単著)がベースになっている。近年の日本では、内部統制の制度が整備され、コーポレートガバナンス改革が行われてきたが、それでも企業の不祥事は生じている。内部統制やリスク管理の実務経験が豊富な著者は、企業の不祥事により株価の下落が生じることを明らかにした上で、内部統制の不備の種類によって株価下落の大きさが異なることも示している。また、検証結果を用いて、内部統制とコーポレートガバナンスの関係についても考察を行っている。本論文の意義は以下の通りである。

第一に、企業不祥事に対する株式市場の反応を分析し、COSO(米国トレッドウェイ委員会支援組織委員会)が定めた内部統制の枠組みを用いて、内部統制不備の種類によって株式市場の反応が異なる可能性を示したことである。具体的には、統制環境不備に起因する不祥事による株価の下落は、それ以外の内部統制不備を原因とする不祥事による株価の下落に比べて、有意に大きいことが確認されている。株価の下落が売買高の増加を伴うことから、統制環境の不備は、企業にとって大きなリスク要因であると考えられる。不祥事の原因をCOSOの枠組みに沿って分類し、経済的なコストの相違を明らかにした研究結果は、これまでにないものである。著者は、財務報告に関する内部統制不備のみならず、法令遵守の内部統制不備も株価にマイナスの影響を与えることを確認している。これら研究成果は、新規性が評価されると同時に、内部統制のあり方について実務的な含意を与えており、本論文の貢献であるといえる。

第二に、内部統制報告書に加え不祥事調査報告書を分析し、内部統制報告制度下の開示情報の限界と調査報告書による任意開示情報に対する株式市場の役割を示していることである。内部統制報告制度は、財務報告に係る内部統制の有効性に関する評価の開示を定めているが、法令遵守目的の阻害等その他の一般的な内部統制不備は有効性の評価の対象外となっている。また、開示対象となる財務報告に係る内部統制評価に関しても、不祥事発生後の後日訂正が相当数にのぼる。これらは、不祥事発生時の情報だけでは、経済的コストを予測することが困難であることを意味している。一方、論文では、株価の下落が大きい企業ほど、自主的な調査報告という形で不祥事の原因を積極的に開示する傾向があることを報告している。制度や規制に加えて、株式市場の反応が調査や情報開示のトリガーになる可能性を示唆したことは、本論文の貢献であるといえる。

第三に、コーポレートガバナンスと内部統制の関係についての検証と考察である。著者は、先行研究等の文献研究を通じて、その歴史的変遷を丁寧に調べると同時に、両者が相重なる領域として、取締役会による経営監視機能と経営陣の倫理観保持があると述べている。また、それらの機能不全に対する株式市場の反応が大きいことも示している。このような分析は、取締役会の独立性とその経営監視機能の重要性を改めて示唆しており、本論文の貢献であると考えられる。

もちろん、本論文には課題もある。例えば、内部統制不備の分類は、内部統制実務に携わってきた著者のキャリアが生かされているとはいえ、分類の客観的な論拠が十分に示されていると結論付けることはできない。また、産業や年度に関して、イベントがランダムでない可能性があるため、そのあたりの調整は行うことが好ましいといえる。

しかしながら、これらの課題は著者が今後の研究において取り組むべきものであり、博士論文としての評価を著しく低下させるものではない。よって、本論文は博士(経営科学)の学位論文として価値あるものと認められる。また、令和4年2月13日、3名の審査委員が論文内容とそれに関連した事項について試問を行った結果、合格と認めた。