

## 論 文 概 評

氏 名	橋本 武敏
学位の種類	博士（経済学）
学位記番号	博人社甲第 24 号
学位授与年月日	令和 2 年 3 月 23 日
学位授与の要件	学位規則第 3 条第 3 項該当
学位論文題目	企業不正の発覚に関する定量分析
論文審査委員	委員長 准教授 長田 健 委員 准教授 丸茂 幸平 委員 教授 水村 典弘 委員 准教授 島田 佳憲

### 論文の内容の要旨

本論文は企業不正の「発覚」に関して定量分析を行った 2 つの実証論文で構成されている。日本の上場企業を対象に、不正の発生時期だけでなく「発覚時期」を集計したデータを独自に作成し、不正発生から「発覚」までに要する期間（潜在期間）の特徴を整理・分析、それを踏まえ「発覚」に影響を与える要因（潜在期間の長さに影響を与える要因）について分析を行っている。

今世紀に入り企業不正に関する研究が盛んに行われている。背景には今世紀初頭に米国で頻発した大規模な企業不正事件とそれを巡る社会的関心の高まり、そして法律制定がある。2001～2002 年に米国で発生・発覚したエンロン事件・ワールドコム事件といった巨額の粉飾決算事件を経て SOX 法が制定、その後、日本でもカネボウ事件等を経て 2006 年にいわゆる日本版 SOX 法が成立した。しかし、これらの法制定後も 2015 年に発覚した東芝不正会計事件など多くの企業不正の発生が続いており、社会的関心も高い。そして、不正を防ぐための望ましい内部統制、コーポレートガバナンスのあり方を巡っては学術的・政策的に多くの議論が交わされてきた。

企業不正に関する先行研究の多くは不正の発生を対象としたものが多い中、本論文は十分に研究・議論がなされてこなかった不正の「発覚」に着目する。不正発生を防ぐことは当然、学術的・政策的にも重要なテーマであるが、発生した不正が早く発覚する内部統制の構築等もコーポレートガバナンスの観点から欠かせないとする新たな視点に基づく。

また、発覚に注目する別の理由として、企業不正を巡る定量分析が陥りがちなバイアスの存在が挙げられる。企業不正の発生に関する統計データは世の中で発生している起業不正の全体像を捉えることは出来ない。当該時点において「未発覚」の事案が常に存在し、データ

として捕捉することが難しいからである。故に、発覚している不正発生のみを対象として定量分析を行うと推定値に統計的なバイアスが生じる可能性が理論的に指摘されている。しかし、このバイアスを考慮して定量分析を行った先行研究は国際的にも非常に限られており、日本国内では見当たらない。つまり、不正発生の定量分析をより精緻に行っていく為にも、「発覚」の要因・メカニズムを解明することは学術的に価値のあるテーマと言える。

日本国内では不正研究に関する定量分析が殆ど行われてこなかったことにも本論文の問題意識がある。企業不正に関する先行研究の分析手法は、個別の不正事件についてのケーススタディ（定性分析）と、データを用いた統計的な定量分析に大別できる。米国をはじめとする海外では後者が豊富な一方で、国内の分析は前者が多く後者は限定的だ。ケーススタディは、分析対象とする特定の企業不正を深く分析した知見を得られる一方で、当該企業、当該事案に特有の個別の問題（要因）と、広く他社に当てはまる共通の問題（要因）を必ずしも区別できないといった問題を内包している。一方、多くの企業で発生した不正事例を収集して構築されたデータに基づく定量分析は、個別事情の影響を除去して企業不正に共通する問題（要因）を明らかにすることが出来ると考えられる。しかし、不正発生および発覚の定量分析には、データ収集・構築に伴う地道で膨大な作業（主に手作業）を伴うことなどから、十分に行われてこなかった。本論文は稀有な日本を対象にした企業不正の定量分析であり、学術的な意義がある。

以上の問題意識、本論文の学術的位置づけ、社会的・政策的な意義を「はじめに」で述べたのちに、続く第1章・第2章にて不正発覚に関する定量分析を行い、第3章にて結論及び今後の研究の課題が述べられている。本論文の章立ておよび各章の見出しは次の通りである。

はじめに

第1章 不正データベースの構築とその概要

第2章 発生した不正の発覚に係る分析

第3章 結論

以下、第1～3章について詳述する。

第1章では、不正事案を集めたデータベースを構築し、不正データの特徴を分析している。第1節では、不正の定量分析において不正の定義を明確にすることが必要不可欠であるとの問題意識の下、先行研究を参考に、本論文で分析対象とする不正の定義を行っている。先行研究における不正の定義は「概念的な定義」と「キーワードに基づく定義」の2つに大別できるとし、本論文では、公表記事情報から多量の不正事案を抽出するのに適した後者を採用している。

第2節では本論文で用いられる不正データベースの構築について説明されている。複数の記事検索サイトを用いて、2014年1月～2017年8月の期間の記事からキーワード（「談合」「不当表示」など15個のキーワード）を検索し、検索結果一つ一つの記事から発生時期、発覚時期、不正の内容等を手作業で抽出し、731個の不正事案から構成される不正データベースを構築した。個別の不正事案毎に、当該事案の発生時期と発覚時期を収録し不正毎の潜在期間を明確にした点に本論文の不正データベースの特徴がある（先行研究では、不正の発

生と発覚の識別が必ずしも明確ではなく、それが分析結果にも影響している可能性が考えられる)。尚、当該データベースの構築作業の詳細は「補論 1」に記されている。

第 3 節では、前節にて構築したデータから読み取れる特徴を整理している。まず業種別に見た不正の特徴を整理、①業種により不正の発生率の高い業種とそうでない業種があること、②業種により発生する「不正」の種類は異なること、③業種により管理体制の問題は異なること、④不正の種類により企業の管理体制の問題も異なることを明らかにした。続いて、不正が発生してから発覚するまでの潜在期間の特徴を整理し、①潜在期間の影響で過去ほど「不正」の発生が多く見えること、②発生した不正の半分以上が発覚するまで約 3 年かかること、③不正の発覚は事故等を除き統計的にランダムに発生すること、④不正の種類により潜在期間は異なり、業種別等の潜在期間の差も不正の種類の違いによって決まることを明らかにしている。

これらを踏まえ第 4 節では、結論と共に定量分析で不正データを用いるときの留意点が述べられている。まず、分析対象として業種構成の異なる複数のデータベースを利用するときは、データベースの業種構成に留意することが必要であると述べている。また、分析に使用したデータベースにより異なる分析結果が出たとしても、それは単にデータベース間の業種構成の相違を反映したものに過ぎない可能性があることに留意が必要としている。また、「談合・カルテル」「着服・横領」のように、潜在期間の長い不正が全体の中で大きな発生割合を占めるため、発生時期の新しい不正を分析する場合ほど、データベースに反映されない未発覚事案が多いと考えられ、定量分析にバイアスが生じる可能性があることも指摘している。よって分析に際しては、こうした未発覚事案に起因したバイアスを統計的に補正するための工夫が必要になるとしている。

第 2 章では、不正の「発覚」に着目し、不正の発覚を早める要因（統計指標）をコーポレートガバナンス等の観点から検証している。第 1 節にて「発覚」に着目した定量分析の学術的背景・社会的背景を簡単に再確認した後に、第 2 節では、未発覚不正が存在する下で定量分析を行う際に発生するデータ上の歪み、統計上の歪みについて説明し、本章の学術的意義を述べている。特に、不正発生を被説明変数とする回帰分析をする際に生じる歪み（Partial Observability の問題）について概念を確認し、先行研究ではこの歪みの補正にどのような経済変数を用いるべきかの議論が十分に行われてこなかったことを指摘している。尚、Partial Observability の問題に関しては「補論 2」にて数式モデルを用いて詳細に説明がなされている。

その後、先行研究を不正の「発覚」に着目したものと不正の「発生」に着目したものに分け、それらの先行研究が実証分析に際してどのような説明変数を用いているかを確認し、次節以降で展開される実証分析の変数選択の論拠としている。

第 3 節では、本章の分析で説明変数として使用した日本のコーポレートガバナンス関連指標について紹介し、それぞれの指標が分析対象期間にどのように変化しているかなど確認している。まず分析に用いた変数の記述統計量を概観した後に、主な説明変数に関して企業間比較・時系列の変化を確認している。企業間比較では日本企業に存在する 3 種類の機関設計（監査役会設置会社、監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社）の中でも、日本企業

に独特な監査役会設置会社が多く、指名委員会等設置会社は少数派であることや、社外取締役の比率・独立取締役の比率は企業間の相違が大きいことなどを示している。時系列の変化の確認では、社外取締役比率・独立取締役比率の推移、監査役・監査委員の対取締役比率の推移、取締役の報酬制度の推移、(社内取締役・社外取締役・従業員それぞれに対する)ストックオプション付与の推移などについてグラフを用いて説明し、その背景にある日本企業のコーポレートガバナンスの変化などを分析している。

第4節では、分析に使用したCox比例ハザードモデル(Cox Regression)を紹介し、分析に用いたデータの構成、モデル等を説明している。併せて、分析結果の統計的頑健性を確認するために実施した最小二乗法による分析結果も示している。本論文では、不正発覚から発覚までを「生存期間」に見立てることで、Cox比例ハザードモデルを用いている。先行研究で用いられている重回帰分析では分析結果が不安定になる可能性等を指摘し、Cox比例ハザードモデルを使用する論拠が検討されている。本節最後には予想される推定結果を整理しており、社外取締役の比率が発覚を早めるように作用する可能性などが挙げられている。

第5節では数百通りにも及ぶ推定に基づく分析結果が示されている。本分析では、説明変数の組み合わせが異なる34種類の分析モデルを用いている。また、サンプルも不正全体の(フル)サンプルに加え、不正を7種類に分類、計8つの異なるサンプルで分析している。頑健性を確認した最小二乗法も含めると約300通りの推定結果となる。詳細は巻末のAppendix 1~8に記されており、本節ではそれらをまとめた表を用いて分析がなされている。

主たる分析結果は以下のとおりである。多くの不正で共通して有意性が高かった説明変数をみると、コーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コードが企図する方向で企業のコーポレートガバナンスのあり方を改革することが、不正の発覚を早めることと関連が高いことが確認された。具体的には、社外取締役、独立社外取締役等を増やす、機関設計を監査役会設置会社から指名委員会等設置会社に変更する、取締役会議長にCEOよりも社外取締役を充てる、役員報酬の決定方法を明確化する、機関投資家の一層の経営参加を促す措置を講じる等の対応が、不正の早期発覚に寄与する可能性が示された。一方で昨今のコーポレートガバナンス改革で求められることが多い、取締役報酬の個別開示や、監査役・監査委員の取締役に占める人数比率を高めるなどは、予想に反し不正の発覚を遅らせる方向に寄与する可能性が示された。

そして第6節の小括にて、本章の分析から導出される含意が述べられている。近年日本でコーポレートガバナンス改革の必要性が指摘され、コーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コード、更には府令により、コーポレートガバナンスあり方の変更が推し進められているが、これらの変更は不正の発覚を早める意味において概して意味があることだとしている。

第3章では、第1・2章で得られた結論を再度述べると共に本論文の特徴を踏まえた不正研究の課題について述べられている。著者は本論文の特徴は、社外取締役・独立取締役の人数、機関設計のあり方、取締役の報酬決定方法・個別開示の有無など、いずれも外形的・客観的に観測可能なもの、つまり「外観」だけの議論に徹した点にあるとする。コーポレートガバナンスに関して交わされる概念的・定性的な質的(内的)な議論の価値を認めつつも、

質的議論のみでは、論者の価値観や主観的判断の影響を免れず、不毛な意見の対立を生みやすいことを懸念点として挙げる。一方で、本論文のような「外観」だけに注目した議論の利点は、客観的に観測可能であるため、論者の価値観、主観的判断の影響を排除して専ら「事実」と「論理」に立脚した議論が可能な点にあるとする。そして、外観に基づく議論は、各々が立脚する「事実」と「論理」を吟味することで、建設的な結果に繋げることが期待できるとし、不正研究における定量分析の更なる必要性・可能性を述べ結論としている。

## 論文審査の結果の要旨

本論文は、今世紀に入り学術的にも実務的にも注目される企業不正・コーポレートガバナンスに関する実証的エビデンスの蓄積に貢献しており、当該研究領域における学術的貢献のみならず、実務的・政策的貢献も大きい。特に、今まで十分に研究が行われてこなかった不正の「発覚」に着目したという独自性は高く評価できる。この独自の視点から導き出された実証的成果は、今後の企業不正の定量分析の発展に大きく寄与するばかりでなく、不正の早期発覚を促す（不正隠ぺいを防ぐ）コーポレートガバナンスのあり方を議論する上でも貴重な研究結果であると言える。本論文を構成する2つの実証論文は学術的貢献も明確であり政策的含意も豊かな研究成果である。同時に、論文の随所にみられる著者の実務経験に基づく知見の数々は本論文の質を高めており、学術的・実務的にも示唆に富んでいる。論文審査においても本論文の独自性および実証研究の成果を高く評価し、異論なく一致した。

論文審査においては、主に企業不正の定量分析の課題に関する指摘・議論が行われた。企業不正は多様かつ多層的であるが、定量分析は多様性・多層性を捨象しすぎている可能性が指摘された。不正発覚が内部告発に因るのか、マスコミなどの外部主体による発覚なのか、取締役会による発覚なのか、更には不正の担い手が従業員なのか役員なのかなど、その構造は事案によって大きく異なる。本論文に限らず、企業不正に関する定量分析は多様な不正を一括りにして分析するが、それによって見えなくなってしまう部分がある可能性を十分に考慮し、丁寧に議論することが求められるのではないかと指摘があった。また、この多様性・多層性が故に、丁寧な理論構築が必要であるにもかかわらず十分に議論されていないのではないかと指摘もあった。研究で取り上げる不正事案の背後にある経済理論（例えばエージェンシ理論など）を丁寧に積み上げ、仮説検証することが本研究領域に求められる。全体像の把握が難しいテーマであるが故に、理論構築は長期的な研究課題であり、著者の今後の研究活動に対する期待を込めた議論であった。

企業不正防止、企業不正の早期発覚は、投資家保護を通じて健全な金融システムの維持、更には経済成長へと繋がる金融論・経済学にとって非常に重要なテーマであり、かつ時宜を得たテーマである。更なる実証的研究成果の蓄積は、この領域に課された研究課題であり、著者の高い研究能力によって実証研究を積み重ね、多くの学術的貢献をもたらし続けてほしいとの期待の声も聞こえた。発展・飛躍が期待される研究であり、全体として博士

号を授与するに足る水準に達していると考える。

以上より、審査委員会は、本論文が博士学位論文（経済学）として合格であると認める。