

論 文

内部統制システム構築の基本方針についての 適時開示に対する証券市場の反応

¹記 虎 優 子 ²奥 田 真 也

¹同志社女子大学・現代社会学部・社会システム学科・准教授
²大阪学院大学・流通科学部・准教授

Market reaction to the announcement of internal control systems development

¹Yuko Kitora

²Shin'ya Okuda

¹Department of Social System Studies, Faculty of Contemporary Social Studies, Doshisha Women's
College of Liberal Arts, Associate Professor

²Faculty of Distribution and Communication Sciences, Osaka Gakuin University, Associate Professor

論文要旨

本稿では、会社法に基づく内部統制システム構築の基本方針についての適時開示に対する証券市場の反応を検証するに当たり、基本方針についての適時開示回数に着目することにより、企業の内部統制システムの構築の積極度によって証券市場の反応が異なるのかどうかを解明している。さらに本稿では、適時開示資料における基本方針の改定理由の記載の有無やその具体的な開示内容に着目することにより、内部統制システムの構築をめぐる企業の開示姿勢や企業が内部統制システムの構築に取り組む背景によっても、証券市場の反応が異なるのかどうかを解明している。

検証の結果、何回も基本方針を改定して内部統制システムの構築に他社よりも熱心に取り組んでいれば、証券市場に好感されることを明らかにしている。また、基本方針の改定についての適時開示に際して改定の理由の内容を問わずただ改定の理由を開示しているというだけでは、情報開示には積極的であるのに証券市場には必ずしも好感されないことを明らかにしている。さらに、証券市場は、基本方針の改定理由の具体的な開示内容から企業の内部統制システムの構築の背景を評価しており、改定理由の内容によっては改定の理由を開示していない場合よりも、証券市場が嫌気してしまう場合さえあることを明らかにしている。

Abstract

We investigate the market reaction to the announcement of internal control systems development. First, we analyze whether the market reactions vary with the activeness of internal control systems development by focusing on the times of the announcement. Second, we also test whether the market reactions vary with the attitude toward disclosure about internal control systems development by focusing on the presence or absence of disclosure in the announcement regarding the reason why firms revise their basic policy on internal control systems. Third, we additionally examine whether the market reactions vary with the background of internal control systems development by focusing on the disclosed contents in the announcement.

We find that market positively reacts with the announcements when firms repeatedly revise their basic policy on internal control systems. This implies that market evaluate their active stance on internal

control systems development. We also provide the evidence that market does not necessarily react with the announcements when firms positively disclose the reason why they revise the policy. This suggests that market does not simply react with their active commitment on the disclosure of the reason but evaluate the background of internal control systems development from the disclosed contents. Furthermore, we show the evidence that market sometimes more negatively reacts with the announcements when some firms disclose the reason than when others do not disclose it.

1. はじめに

平成18年（2006年）5月1日に施行された会社法により、いわゆる内部統制システム構築の基本方針（以下、基本方針と表記する）の決定が、委員会設置会社だけでなく、新たに大会社である取締役（会）設置会社に対しても義務付けられた。これを契機として、上場会社の中には、基本方針を制定・改定した際に、基本方針について遅滞なく適時開示する企業が多数現れるようになった。基本方針の改定についての適時開示の場合には、基本方針の改定の理由を合わせて開示している企業も少なくない。

基本方針について適時開示するかどうかのみならず、基本方針を改定した場合に改定の理由まで合わせて開示するかどうかは、企業の自由裁量に任されている側面がある。なぜなら、証券取引所の自主規則には、これらの開示を要求する明文の規定がないためである¹⁾。この結果、基本方針についての適時開示に対する企業の取り組みは、内部統制システムの構築をめぐる企業の開示姿勢に依存している。その上、会社法では、基本方針を改定することまでは明文の規定により義務付けられているわけではないから、最初の基本方針を制定した後に基本方針の見直しを行って基本方針を改定するかどうかについても企業に自由裁量の余地がある²⁾。この結果、基本方針の改定について適時開示するには、当然のこととして基本方針を改定していなければならぬため、基本方針についての適時開示に対する企業の取り組みは、企業の内部統制システムの構築の積極度にも依存している。

このように、基本方針についての適時開示に対する企業の取り組みには、企業の内部統制システムの構築の積極度とその開示姿勢の両方が影響を与えている。果たして、証券市場は、企業が内部統制システムの構築に積極的に取り組み、またそれについて積極的に開示することを好感しているのだろうか。また、もし企業が情報開示に積極的に取り組んだ結果として、基本方針の改定についての適時開

示に際して基本方針を改定した理由が合わせて開示されていれば、基本方針の改定につながった要因が分かる。果たして、証券市場は、企業の内部統制システムの構築の背景まで含めて評価しているのだろうか。

本稿と同様に日本企業の内部統制システムについての開示を研究対象とする先行研究はすでにいくつか存在している。記虎（2012）や池田（2012）では、内部統制システムについて企業が開示した情報（開示内容）を分析することにより企業の内部統制システムの構築につながった要因を解明することが試みられている。また、内部統制システムについての開示の中でも、特に基本方針についての開示に着目した先行研究としては、鳥羽（2007）や経済産業省企業行動課編（2007）などが開示実態調査を行っている。しかし、現状では、基本方針についての何らかの開示に着目して実証研究を行っているものは、記虎（2012）を除いてほとんどない。この結果、基本方針についての適時開示に対する証券市場の反応については、未だ十分には解明されていない。その一方で、Chernobai and Yasuda（2012）、藤原（2011）、松本（2011）、武田（2013）、矢澤（2011）、矢澤（2012）、矢澤（2013）などといったように、金融商品取引法に基づく財務報告に係る内部統制報告書制度に着目して実証研究を行っているものはすでにいくつか存在している。これらのうち、武田（2013）や矢澤（2011）では、財務報告に係る内部統制について「重要な欠陥」³⁾があると開示した企業や意見不表明とした企業に対する証券市場の反応が検証されている。しかし、これらの研究は、財務報告に係る内部統制について「重要な欠陥」があると開示した企業や意見不表明とした企業に着目しているため、言わば企業が内部統制システムの構築に消極的であったことに対する証券市場の反応しか検証できていない。また、武田（2013）は、内部統制報告書の付記事項に当該事業年度の末日後の内部統制の是正措置についての記載があるかどうかによって証券市場の反応が異なるのかどうかを検証しているものの、矢澤（2011）は、証券市場の反応を検証するに当たり、具体的な開示内容にまでは着目していない。

これに対して、本稿では、基本方針についての適時開示に対する証券市場の反応を検証するに当たり、基本方針についての適時開示回数に着目することにより、企業の内部統制システムの構築の積極度によって証券市場の反応が異なるのかどうかを解明することを試みている。本稿ではまた、基本方針の改定についての適時開示に際して基本方針の改定の理由が合わせて開示されているかどうかに着目することにより、内部統制システムの構築をめぐる企業の開示姿勢によって証券市場の反応が異なるのかどうかを解明することを試みている。さらに、本稿では、基本方針についての適時開示資料に記載された基本方針の改定理由の具体的な内容に着目することにより、企業が内部統制システムの構築に取り組む背景によっても証券市場の反応が異なるのかどうかを解明することを試みている。

以下では、まず、基本方針の開示をめぐる制度的環境について検討する。次に、本稿の検証方法について述べ、検証結果を考察する。最後に、本稿の貢献と課題を指摘する。

2. 基本方針の開示をめぐる制度的環境

2.1. 会社法における開示制度

会社法は、取締役会設置会社に対して、「取締役の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保するための体制その他株式会社の業務の適正を確保するために必要なものとして法務省令で定める体制の整備」を取締役会の専決事項として定め（会社法362条Ⅳ⑥）、大会社については当該体制の整備についての決定を義務付けている（会社法362条Ⅴ）。非取締役会設置会社であっても、大会社であれば同様に当該体制の整備についての決定が取締役全体に義務付けられている（会社法348条Ⅲ④、Ⅳ）。さらに、委員会設置会社に対しても、会社法は、「執行役の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保するための体制その他株式会社の業務の適正を確保するために必要なものとして法務省令で定める体制の整備」を取締役会の専決事項として定め（会社法416条Ⅰ①ホ）、大会社に該当するかどうかにかかわらず当該体制の整備についての決定を義務付けている（会社法416条Ⅱ⁴⁾。

このように、会社法は、「内部統制システム」という用語を明示的に使用しているわけではないが、上述の「体制」がいわゆる内部統制システムに該当すると一般に理解されている。そして、この「体制の整備」について決定すること、換言すれば、基本方針を決定することが義務付けられているかどうかにかかわらず、基本方針を決定または

決議している場合には、その決定または決議の内容の概要を事業報告において開示することが義務付けられている（会社法施行規則118条Ⅱ）。

2.2. 適時開示制度

既述のとおり、全国の各証券取引所の自主規則には、内部統制システム構築についての取締役会決議に基づいて制定ないし改定された基本方針が適時開示の対象となるのかどうかについて、明文の規定は存在していない。しかし、上場会社の中には、内部統制システムの構築について最初の取締役会決議をした場合だけでなく、その後に内部統制システムをめぐる会社の実情の変化に合わせて新たな決議をした場合にも、当該決議に基づいて制定ないし改定された基本方針を「会社の決定事実」あるいは「その他の任意開示情報」に該当するとして、遅滞なく適時開示している企業が多数見られる。

適時開示制度は、最も開示の適時性が担保された開示制度であるため、企業が基本方針を制定・改定した場合に遅滞なく適時開示が行われれば、基本方針の開示が適時に行われることになる。しかし、現状では、上場会社に基本方針についての適時開示を義務付ける明文の規定がないため、すべての上場会社が基本方針を制定・改定した場合に必ずしも適時開示しているわけではない。この結果、企業間の比較可能性には一定の制約がある。

3. 検証方法

3.1. サンプルの選択・分割と仮説の導出

サンプルとなる基本方針についての適時開示資料は、次の手順により手作業で収集した。まず、東京証券取引所のTD ネットデータサービスを利用して、東京証券取引所一部ないし二部上場会社について、会社法公布日（平成17（2005）年7月26日）から2009年3月31日までの間に開示された適時開示資料を対象として、適時開示資料の表題に「内部統制」または「業務の適正」の語句を含むものを検索した。なお、検索の対象とする期間を会社法施行日（平成18（2006）年5月1日）からではなく、会社法公布日からとしたのは、会社法施行日より前に、基本方針を適時開示している企業があり、こうした企業も調査対象に含めるためである。上述の検索の方法によれば、適時開示資料の表題に、「内部統制」または「業務の適正」の語句を含んでさえいれば、基本方針とは関係のない適時開示資料、たとえば、内部統制システムの構築をサポートするサービ

スの開始についてのリリース等まで含んで抽出されてしまう。そこで、各適時開示資料の表題の内容を確認して、基本方針とは関係のない適時開示資料を排除した。その結果、収集された基本方針についての適時開示資料（ただし、基本方針についての公表済みの適時開示資料に何らかの誤りがあり、当該開示を訂正するための適時開示資料を除く）は、935件であった。この935件の適時開示資料が本稿のサンプルである。

最初に、内部統制システムの構築の積極度によって証券市場の反応が異なるのかどうかを検証する。本稿では、最初の基本方針を制定したまま放置せず、最初の基本方針を制定した後も基本方針の見直しを行って基本方針を改定していることは、企業が内部統制システムの構築に積極的に取り組んでいる証であると考えている。基本方針の改定について適時開示するにはその前提として基本方針を改定していなければならないし、基本方針について何度も適時開示するにもやはりその前提として基本方針を何度も改定していなければならない。そこで、本稿では、基本方針の改定についての適時開示であるかどうかや、基本方針についての何回目の適時開示であるのかに着目して、全体サンプルを次のように分割している。まず、適時開示資料において基本方針の改定についての適時開示である旨が明示されていないかどうかによって、最初の基本方針の制定についての適時開示であるのかそれともその後の基本方針の改定についての適時開示であるのかを判別することとし、全体サンプルを最初の基本方針の制定についての適時開示と基本方針の改定についての適時開示⁵⁾に分割している。もし企業が内部統制システムの構築に積極的取り組みことを証券市場が好感するならば、基本方針の改定についての適時開示の方が最初の基本方針の制定についての適時開示よりも証券市場に好感されるであろう。

しかし、もし証券市場が企業の内部統制の構築の積極度を評価するにしても、単に企業が基本方針を他社並みに改定しているというだけでは不十分で、企業が基本方針を他社よりも熱心に何回も改定していない限り証券市場が好感しない可能性がある。そこで、本稿では、基本方針についての適時開示資料を会社別に集計し、会社別に集計された適時開示資料を公表日の古い順に並び替えて、各適時開示資料が各社の基本方針についての何回目の適時開示であるのかをカウントすることにより、基本方針の改定についての適時開示をさらに適時開示回数4回目以上のものと適時開示回数3回目以下のものに分割している⁶⁾。もし企業が基本方針を何回も改定をしない限り証券市場が好感しない

ならば、適時開示回数4回目以上の基本方針の改定についての適時開示だけが証券市場に好感されるだろう。

仮説1 a：基本方針の改定についての適時開示の方が、最初の基本方針の制定についての適時開示よりも証券市場に好感される。

仮説1 b：適時開示回数4回目以上の基本方針の改定についての適時開示は、最初の基本方針の制定についての適時開示や適時開示回数3回目以下の基本方針の改定についての適時開示よりも証券市場に好感される。

次に、内部統制システムの構築をめぐる企業の開示姿勢によって証券市場の反応が異なるのかどうかを検証する。基本方針の改定についての適時開示に際して基本方針を改定した理由にかかわらず改定理由が開示されていれば、企業は開示に積極的に取り組んでいるとみることができよう。そこで、本稿では基本方針の改定についての適時開示に際して基本方針の改定の理由を合わせて開示しているかどうかに着目して⁷⁾、基本方針の改定についての適時開示を改定理由の記載のあるものと記載のないものに分割している。もし企業が内部統制システムの構築について積極的に開示することを証券市場が好感するならば、改定理由の記載のある基本方針の改定についての適時開示の方が、改定理由の記載のない基本方針の改定についての適時開示よりも証券市場に好感されるであろう。

仮説2：改定理由の記載のある基本方針の改定についての適時開示の方が、改定理由の記載のない基本方針の改定についての適時開示よりも証券市場に好感される。

最後に、企業が内部統制システムの構築に取り組む背景によって証券市場の反応が異なるのかどうかを検証する。本稿では、基本方針を改定した理由をみれば、基本方針の改定につながった要因を捉えることができると考えている。そこで、本稿では、記虎（2012）で示された基本方針の改定理由の16類型に基づいて⁸⁾、改定理由の記載のある基本方針の改定についての適時開示をさらに16の類型に分割している⁹⁾。

もし証券市場が内部統制システムの構築の背景を評価しているならば、基本方針の改定についての適時開示に対する証券市場の反応は改定理由によって異なるであろう。ひ

いては、基本方針の改定についての適時開示に際して改定の理由を合わせて記載すること自体は開示姿勢としては望ましいにもかかわらず、改定理由によっては、改定理由の記載のない基本方針の改定についての適時開示よりも証券市場が嫌気する場合すらあるだろう。

仮説3 a：基本方針の改定についての適時開示に対する証券市場の反応は、改定理由の類型によって異なる。

仮説3 b：改定理由の類型によっては、改定理由の記載のない基本方針の改定についての適時開示よりも証券市場が嫌気する場合がある。

なお、改定理由の16類型の特徴を以下に示す。(1)金商法対応型では、基本方針の改定の理由として、金融商品取引法に基づく財務報告に係る内部統制報告書制度への対応について言及されている¹⁰⁾。(2)金商法・反社会的勢力両対応型では、基本方針の改定の理由として、金融商品取引法に基づく財務報告に係る内部統制報告書制度と、反社会的勢力への対応の両方について言及されている。(3)反社会的勢力対応型では、基本方針の改定の理由として、反社会的勢力への対応について言及されている。(4)組織変更付随型では、基本方針の改定の理由として、組織変更について言及されている。(5)内部統制強化・整備志向型では、基本方針の改定の理由として、内部統制システムの強化や整備について言及されている。(6)表現変更型では、基本方針の改定の理由として、基本方針の単なる字句上の表現の変更について言及されている。(7)執行役員制度導入付随型では、基本方針の改定の理由として、執行役員制度の導入について言及されている。(8)企業価値増大・透明性向上志向型では、基本方針の改定の理由として、企業価値の増大や透明性の向上について言及されている。(9)内部統制委員会設置付随型では、基本方針の改定の理由として、内部統制委員会の設置について言及されている。(10)行動規範等制定・改定付随型では、基本方針の改定の理由として、行動規範等の制定や改定について言及されている。(11)リスクマネジメント強化志向型では、基本方針の改定の理由として、リスクマネジメントの強化について言及されている。(12)コンプライアンス強化志向型では、基本方針の改定の理由として、コンプライアンスの強化について言及されている。(13)内部通報制度整備付随型では、基本方針の改定の理由として、内部通報制度の整備について言及されている。(14)持株会社移行付随型では、基本方針の改定の理由として、持株会社へ

の移行について言及されている。(15)環境変化対応型では、基本方針の改定の理由として、経営環境の変化への対応について言及されている。(16)適正な業務執行志向型では、基本方針の改定の理由として、適正な業務執行やその体制について言及されている。

3.2. イベントスタディ

まず、イベントスタディを実施することで、基本方針についての適時開示が証券市場の評価に影響を与えたのかどうかを解明する。エスティメーションウィンドウは、各適時開示資料の公表日を0日として、-121日から-2日までの120日間とした。また、イベントウィンドウは、0日から+3日までの1日~4日間とした。そして、NPM株式日次リターンとNPM日本版Fama-Frenchベンチマークを利用して、-121日から+3日までの株価が入手可能な基本方針についての適時開示資料(サンプル)を対象に、-121日から-2日までの120日間について以下のようなFama-Frenchの3ファクターモデルを推定した。

$$\begin{aligned} \text{日次収益率}_{i,m} - \text{リスクフリーレート}_m \\ = \alpha_i + \beta_{RM,i} (\text{市場収益率}_m - \text{リスクフリーレート}_m) \\ + \beta_{SMB,i} \text{規模ファクターリターン}_m + \beta_{HML,i} \text{成長ファクターリターン}_m + \epsilon_{i,m} \end{aligned}$$

次に、上記モデルで推定された係数を、イベントウィンドウに当たる0日から+3日までのデータを用いた上記モデルに挿入し、0日から+3日までの各日の予測値をそれぞれ求めた。そして、予測値と、実際の日次収益率からリスクフリーレートを引いた値との差を求めて、これを0日から+3日までの各日の異常収益率(AR)とした。また、上記モデルで推定された誤差項の標準誤差を用いて、0日から+3日までの各日の標準化異常収益率(SAR)をそれぞれ算出した。さらに、これらをもとに、(0,0)、(0,1)、(0,2)、(0,3)の各イベントウィンドウの累積異常収益率(CAR)と標準化累積異常収益率(SCAR)をそれぞれ算出した。このようにして求められた、CARとSCARが本稿で検証すべき対象となる変数である。

最後に、全体サンプルのほか、企業の内部統制システムの構築の積極度、内部統制システムの構築をめぐる企業の開示姿勢ないし企業の内部統制システム構築の背景を示す既述の各特性によって全体サンプルを分割することにより作成した各グループについて、CARやSCARに対する検定統計量としてCampbell, Lo and MacKinlay(1997)で

示されている J1値と J2値をそれぞれ計算することにより¹¹⁾、全体サンプルや各グループの CAR や SCAR の平均値が有意に 0 と異なるのかどうかを検証した。

もし企業の内部統制システムの構築の積極度や内部統制システムの構築をめぐる企業の開示姿勢のほか、企業が内部統制システムの構築に取り組む背景によって証券市場の反応が異なるならば、CAR や SCAR の平均値が有意に 0 と異なるのかどうかについてグループによって違いが生じらるだろう。

3.3. グループ間比較

3.3.1 単変量の分析

さらに本稿では、企業の内部統制システムの構築の積極度や内部統制システムの構築をめぐる企業の開示姿勢のほか、企業が内部統制システムの構築に取り組む背景によって証券市場の反応が異なるのかどうかを解明する。

まず単変量の分析として、t 検定を用いて全体サンプルを分割することにより作成した既述の各グループ間の CAR や SCAR の平均差を分析することにより、各グループ間で CAR や SCAR に有意な差が認められるのかどうかを検証した。具体的には、全体サンプルについて(1)基本方針の改定についての適時開示の場合と最初の基本方針の制定についての適時開示の場合、(2)適時開示回数 4 回目以上の基本方針の改定についての適時開示の場合と、最初の基本方針の制定についての適時開示の場合ないし適時開示回数 3 回目以下の基本方針の改定についての適時開示の場合に分けて、平均差をそれぞれ検定した。さらに、基本方針の改定についての適時開示について(3)改定理由の記載のある場合と改定理由の記載のない場合、(4)改定理由の 16 の各類型に当てはまる場合と改定理由の記載のない場合に分けて、平均差をそれぞれ検定した。

もし企業が内部統制システムの構築に積極的取り組みことを証券市場が好感するならば、基本方針の改定についての適時開示の場合の CAR や SCAR は最初の基本方針の制定についての適時開示の場合よりも有意に高いであろう。しかし、もし証券市場が、企業の内部統制の構築の積極度を評価するにしても、単に企業が基本方針を他社並みに改定しているというだけでは不十分で、企業が基本方針を他社よりも熱心に何回も改定していない限り証券市場が好まないのであれば、単に最初の基本方針の制定についての適時開示の場合であるのかそれとも基本方針の改定についての適時開示の場合であるのかによっては、CAR や SCAR に有意な差はみられないだろう。その代わりに、適

時開示回数 4 回目以上の基本方針の改定についての適時開示の場合の CAR や SCAR が、最初の基本方針の制定についての適時開示の場合だけでなく適時開示回数 3 回目以下の基本方針の改定についての適時開示の場合よりも有意に高いであろう。また、もし企業が内部統制システムの構築について積極的に開示することを証券市場が好感するならば、基本方針の改定についての適時開示に際して改定理由の記載がある場合の CAR や SCAR は、改定理由の記載がない場合よりも有意に高いであろう。さらに、もし証券市場が内部統制システムの構築の背景を評価しているならば、基本方針の改定についての適時開示に際して改定の理由を合わせて記載すること自体は開示姿勢としては望ましいにもかかわらず、改定理由の類型によっては、改定理由の記載のない場合よりも、CAR や SCAR が低い場合があるだろう。

3.3.2 重回帰分析

上記の単変量の分析では、本稿がそれぞれ着目している既述の各特性以外の CAR や SCAR に影響を与える要因をコントロールできていないという問題がある。そこで、単変量の分析に加えて、コントロール変数を考慮に入れてもなお検証結果が頑健であるかどうかを検証するために重回帰分析を行う¹²⁾。まず、企業の内部統制システムの構築の積極度と証券市場の反応の関係を検証するために、次の (1a) 式と (1b) 式を推定する。

$$\text{異常収益率}_i = \alpha_i + \beta_1 \text{基本方針の改定についての適時開示 } D_i + \beta_2 \text{非製造業 } D_i + \beta_3 \text{ROA}_i + \beta_4 \text{レバレッジ}_i + \varepsilon_i \quad (1a)$$

$$\text{異常収益率}_i = \alpha_i + \beta_1 \text{適時開示回数 4 回目以上の基本方針の改定についての適時開示 } D_i + \beta_2 \text{適時開示回数 3 回目以下の基本方針の改定についての適時開示 } D_i + \beta_3 \text{非製造業 } D_i + \beta_4 \text{ROA}_i + \beta_5 \text{レバレッジ}_i + \varepsilon_i \quad (1b)$$

なお、上記も含め本稿のすべての検証式では表現の煩雑さを避けるため被説明変数を異常収益率としているが、実際には (0,0)、(0,1)、(0,2)、(0,3) の各イベントウィンドウの CAR ないし SCAR を被説明変数とした分析を行う。また非製造産業 D 、ROA、レバレッジの 3 つはコントロール変数である¹³⁾。

(1a) 式では、説明変数として基本方針の改定について

の適時開示 D のみを用いている。この結果、(1a) 式では、基本方針の改定についての適時開示 D の係数推計値は、最初の基本方針についての適時開示の場合を基準として解釈することになる。もし企業が内部統制システムの構築に積極的に取り組むことを証券市場が評価するならば、基本方針の改定についての適時開示 D の係数推計値は有意に正となるだろう。しかし、もし証券市場が企業の内部統制の構築の積極度を評価するにしても、単に企業が基本方針を他社並みに改定しているというだけでは不十分で、企業が基本方針を他社よりも熱心に何回も改定していない限り証券市場が好感しないのであれば、改定基本方針の改定についての適時開示 D の係数推計値は有意とならないであろう。

(1b) 式では、説明変数として適時開示回数 4 回目以上の基本方針の改定についての適時開示 D と適時開示回数 3 回目以下の基本方針の改定についての適時開示 D の 2 つを用いている。この結果、(1b) 式では、これら 2 つの説明変数の係数推計値は、最初の基本方針についての適時開示の場合を基準として解釈することになる。もし企業が内部統制システムの構築に積極的取り組みを証券市場が好感するならば、これら 2 つの説明変数の係数推計値はともに有意に正となるだろう。しかし、もし証券市場が企業の内部統制の構築の積極度を評価するにしても、単に企業が基本方針を他社並みに改定しているというだけでは不十分で、企業が基本方針を他社よりも熱心に何回も改定していない限り証券市場が好感しないのであれば、適時開示回数 4 回目以上の基本方針の改定についての適時開示 D の係数推計値のみが有意に正となるだろう。この場合にはさらに、適時開示回数 4 回目以上の基本方針の改定についての適時開示 D と適時開示回数 3 回目以下の基本方針の改定についての適時開示 D の係数推計値の差も有意に正となるだろう。

次に、内部統制システムの構築をめぐる企業の開示姿勢と証券市場の反応の関係を検証するために、次の (2) 式を推定する。

$$\text{異常収益率}_i = \alpha_i + \beta_1 \text{基本方針の改定についての適時開示 } D_i + \beta_2 \text{改定理由の記載あり } D_i + \beta_3 \text{非製造業 } D_i + \beta_4 \text{ROA}_i + \beta_5 \text{レバレッジ}_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

(2) 式では、説明変数として基本方針の改定についての適時開示 D と改定理由の記載あり D の 2 つを用いている。この結果、(2) 式では、基本方針の改定についての適

時開示 D の係数推計値は最初の基本方針の制定についての適時開示の場合を基準として、また改定理由の記載あり D の係数推計値は改定理由の記載のない基本方針の改定についての適時開示の場合を基準として、それぞれ解釈することになる。もし、企業が内部統制システムの構築について積極的に開示することを証券市場が好感するならば、改定理由の記載あり D の係数推計値は有意に正となるだろう。

最後に、企業の内部統制システム構築の背景と証券市場の反応の関係を検証するために次の (3) 式を検証する。

$$\text{異常収益率}_i = \alpha_i + \beta_1 \text{基本方針の改定についての適時開示 } D_i + \sum \beta_{2j} \text{改定理由の各類型 } D_i + \beta_3 \text{非製造業 } D_i + \beta_4 \text{ROA}_i + \beta_5 \text{レバレッジ}_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

(3) 式では、説明変数として基本方針の改定についての適時開示 D と 16 個すべての改定理由の各類型 D を用いている。この結果、(3) 式では基本方針の改定についての適時開示 D の係数推計値は最初の基本方針の制定についての適時開示の場合を基準として、また改定理由の各類型 D の係数推計値は改定理由の記載のない基本方針の改定についての適時開示の場合を基準として、それぞれ解釈することになる。もし証券市場が内部統制システムの構築の背景を評価しているならば、改定理由の各類型 D の係数推計値の間には有意な差があるだろう。そこで、16 個すべての改定理由の各類型 D の係数推計値が同時にすべて等しくならないかどうかを F 検定により検証した。また、もし証券市場が内部統制システムの構築の背景を評価しているならば、基本方針の改定についての適時開示に際して改定の理由を合わせて記載すること自体は開示姿勢としては望ましいにもかかわらず、改定理由の類型によっては、改定理由の記載なしのサンプルよりも証券市場に嫌気されてしまう場合があるので、改定理由の各類型 D の中には、係数推計値が負に有意となるものがあるだろう。

4. 検証結果

4.1. 内部統制システムの構築の積極度と証券市場の反応

分析に用いた各変数の基本統計量は、表 1 に示している。

まず、企業の内部統制システムの構築の積極度と証券市場の反応の関係について、検証結果を考察する。表 2 の最上段に示しているように、全体サンプルでは、J1 値も J2

表1 基本統計量

変数名	N	平均	標準偏差	最小値	最大値
異常収益率					
$CAR_{(0,0)}$	921	0.232	2.917	-14.601	28.749
$SCAR_{(0,0)}$	921	0.091	1.230	-5.526	8.558
$CAR_{(0,1)}$	921	0.208	4.561	-26.666	31.777
$SCAR_{(0,1)}$	921	0.068	1.459	-8.572	11.428
$CAR_{(0,2)}$	921	0.033	4.969	-19.353	48.566
$SCAR_{(0,2)}$	921	0.008	1.296	-6.488	12.444
$CAR_{(0,3)}$	921	-0.076	5.464	-23.726	50.201
$SCAR_{(0,3)}$	921	0.004	1.212	-5.600	10.046
基本方針の改定についての適時開示 D	933	0.433	0.496	0	1
適時開示回数4回目以上の基本方針の改定についての適時開示 D	933	0.010	0.098	0	1
適時開示回数3回目以下の基本方針の改定についての適時開示 D	933	0.423	0.494	0	1
改定理由の記載あり D	933	0.181	0.385	0	1
改定理由の各類型					
金商法対応型 D	922	0.027	0.163	0	1
金商法・反社会的勢力両対応型 D	922	0.043	0.204	0	1
反社会的勢力対応型 D	922	0.024	0.153	0	1
組織変更付随型 D	922	0.013	0.113	0	1
内部統制強化・整備志向型 D	922	0.010	0.098	0	1
表現変更型 D	922	0.004	0.066	0	1
執行役員制度導入付随型 D	922	0.002	0.047	0	1
企業価値増大・透明性向上志向型 D	922	0.003	0.057	0	1
内部統制委員会設置付随型 D	922	0.005	0.073	0	1
行動規範等制定・改定付随型 D	922	0.005	0.073	0	1
リスクマネジメント強化志向型 D	922	0.010	0.098	0	1
コンプライアンス強化志向型 D	922	0.010	0.098	0	1
内部通報制度整備付随型 D	922	0.002	0.047	0	1
持株会社移行付随型 D	922	0.003	0.057	0	1
環境変化対応型 D	922	0.003	0.057	0	1
適正な業務執行志向型 D	922	0.005	0.073	0	1
非製造業 D	935	0.525	0.500	0	1
ROA	902	4.991	6.966	-111.986	31.147
レバレッジ	902	53.098	20.415	6.517	98.776

(注)

1) 変数の定義:

異常収益率を示す各変数は、(0,0)、(0,1)、(0,2)、(0,3)の各イベントウィンドウのCARないしSCARである。

異常収益率、ROA、レバレッジ以外の各変数は、各変数の名称が示す各特性に該当すれば1、該当しなければ0の値とをダミー変数である。

非製造業 D は、日経業種分類(大分類)に基づいて作成した。

ROAは、営業利益÷総資産(%)であり、レバレッジは負債÷総資産(%)であり、それぞれ日経NEEDS財務データDVD版より各適時開示資料の公表日前直近の決算期の財務データを用いて計算した(連結優先)。

2) サンプル数はN=935であるが、各変数のサンプルサイズ(N)は、次の理由から変数によって異なっている。

異常収益率を示す各変数は、各適時開示の公表日を0日として、-121日から+3日までの株価が入手可能なサンプルに限定されている。

基本方針の改定についての適時開示 D から改定理由の各類型を示す各変数までの各変数については、各社が行った基本方針についての2回目の適時開示であり、基本方針の改定に際する適時開示のケースに必ず当てはまるはずであるにもかかわらず、単に基本方針を決議した旨しか記載されていなかったサンプル(N=2)が除外されている。

改定理由の各類型を示す各変数については、はずれ値として改定理由の類型化の対象外とされたために、どの改定理由の類型にも該当していないサンプル(N=11)が除外されている。

ROAとレバレッジの各変数については、日経NEEDS財務データDVD版からデータを入手できない銀行・保険・証券(日経中分類)の各業種に属するサンプルが除外されている。さらに、各適時開示資料の公表日前直近の決算期の決算月数が12か月でないサンプルや、決算月数が連結と単体とで異なるサンプルのほか、レバレッジの変数が100%超のサンプルが除外されている。

値もともに有意性が認められるのは一部のイベントウィンドウだけであり、イベントスタディの結果、基本方針についての適時開示に対する証券市場の反応は、それほど強くないことが分かった。表2の(A)と(B)に示しているように、全体サンプルを最初の基本方針の制定についての適時開示の場合と基本方針の改定についての適時開示の場合に分割しても、上記の傾向は変わらなかった。また、表2の(B)-(A)に示しているように、単変量の分析においても、最初の基本方針の制定についての適時開示の場合であるのかそれとも基本方針の改定についての適時開示の場合であるのかによって、CARやSCARに有意な差があるとは認められなかった。表3 Panel Aに結果を示している(1a)式の重回帰分析においても、**基本方針の改定についての適時開示D**の係数推計値は有意でなかった。したがって、仮説1aは支持されず、証券市場は、改定回数を問わずただ単に基本方針を改定したというだけでは、好感しない。

他方で、基本方針の改定についての適時開示の中でも、適時開示回数4回目以上の基本方針の改定についての適時

開示の場合に限定すれば、表2の(C)に示しているようにJ1値もJ2値もともに一貫して有意に正であった。これとは対照的に、適時開示回数3回目以下の基本方針の改定についての適時開示の場合では、表2の(D)に示しているようにJ1値もJ2値もともに有意性が認められるのは一部のイベントウィンドウだけであった。つまり、イベントスタディの結果、適時開示回数4回目以上の基本方針の改定についての適時開示の場合に対してのみ証券市場が一貫して有意に正に反応すると認められた。また、表2の(C)-(A)や(C)-(D)に示しているように、単変量の分析においても、適時開示回数4回目以上の基本方針の改定についての適時開示の場合のCARやSCARは、適時開示回数3回目以下の基本方針の改定についての適時開示の場合や最初の基本方針の制定についての適時開示の場合よりも、一貫して有意に大きかった。表3 Panel Bに結果を示している(1b)式の重回帰分析においても、**適時開示回数4回目以上の基本方針の改定についての適時開示D**の係数推計値や、**適時開示回数4回目以上の基本方針の改定についての適時開示D**と**適時開示回数3回目以**

表2 構築の積極度に関するイベントスタディ・単変量の分析の結果

		イベントウィンドウ							
		(0,0)		(0,1)		(0,2)		(0,3)	
		CAR	SCAR	CAR	SCAR	CAR	SCAR	CAR	SCAR
全体サンプル(東証1部2部) N=921	平均値	0.232	0.091	0.208	0.068	0.033	0.008	-0.076	0.004
	J1値/J2値	(2.81)***	(2.74)***	(1.79)*	(2.05)**	(0.23)	(0.25)	(-0.46)	(0.12)
最初の基本方針の制定についての適時開示(A) N=515	平均値	0.121	0.065	0.281	0.096	0.077	0.035	-0.023	0.021
	J1値/J2値	(1.23)	(1.46)†	(2.03)**	(2.17)**	(0.45)	(0.78)	(-0.11)	(0.48)
基本方針の改定についての適時開示(B) N=404	平均値	0.378	0.126	0.122	0.032	-0.013	-0.025	-0.146	-0.021
	J1値/J2値	(2.70)***	(2.50)**	(0.62)	(0.64)	(-0.05)	(-0.50)	(-0.52)	(-0.43)
内訳: 適時開示回数4回目以上(C) N=9	平均値	2.956	0.926	3.241	0.824	3.248	0.700	3.012	0.574
	J1値/J2値	(3.04)***	(2.75)***	(2.36)**	(2.45)**	(1.93)*	(2.08)**	(1.55)†	(1.71)*
内訳: 適時開示回数3回目以下(D) N=395	平均値	0.319	0.051	-0.088	-0.217	0.107	0.014	-0.042	-0.035
	J1値/J2値	(2.26)**	(2.12)**	(0.25)	(0.27)	(-0.36)	(-0.82)	(-0.77)	(-0.69)
(B)-(A)	平均差 t値	0.257 (1.25)	0.061 (0.73)	-0.160 (-0.51)	-0.064 (-0.66)	-0.090 (-0.27)	-0.060 (-0.70)	-0.122 (-0.33)	-0.043 (-0.53)
(C)-(A)	平均差 t値	2.835 (1.94)*	0.861 (2.35)**	2.960 (2.05)*	0.727 (2.07)*	3.171 (2.01)*	0.665 (2.31)**	3.035 (1.72)†	0.552 (1.94)*
(C)-(D)	平均差 t値	2.637 (1.80)†	0.875 (2.21)*	3.329 (2.19)*	1.041 (2.29)**	3.140 (2.10)*	0.686 (2.57)**	3.054 (1.81)†	0.609 (2.13)*

(注)

- 1) 全体サンプルと(A)から(D)までは、上段にCARやSCARの平均値を示し、下段の()内にCARについてはその検定統計量であるJ1値を、SCARについてはその検定統計量であるJ2値をそれぞれ示している。
- 2) 下から6行目からは、各々のグループ間のCARやSCARの平均値の差とこれに対するt値を()内に示している。なお平均差検定では、分散不均一を仮定している。
- 3) ***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意、†15%水準で有意。
- 4) 各社が行った基本方針についての2回目の適時開示であり、基本方針の改定についての適時開示のケースに必ず当てはまるはずであるにもかかわらず、単に基本方針を決議した旨しか記載されていなかった2サンプルを、最初の基本方針の制定についての適時開示サンプルから除外しているため、最初の基本方針の制定についての適時開示サンプルと基本方針の改定についての適時開示サンプルとの合計は、全体サンプルに一致していない。

表 3 構築の積極度に関する重回帰分析の結果

Panel A (1a) 式の検証結果 (N=889)

説明変数	被 説 明 変 数							
	$CAR_{(0,0)}$	$SCAR_{(0,0)}$	$CAR_{(0,1)}$	$SCAR_{(0,1)}$	$CAR_{(0,2)}$	$SCAR_{(0,2)}$	$CAR_{(0,3)}$	$SCAR_{(0,3)}$
定数項	-0.455 (-1.29)	-0.046 (-0.35)	-1.180 (-2.20)**	-0.183 (-1.28)	-1.103 (-1.96)**	-0.149 (-1.20)	-1.760 (-2.46)**	-0.216 (-1.83)*
基本方針の改定についての適時開示 D	0.204 (1.04)	0.058 (0.68)	-0.193 (-0.62)	-0.073 (-0.74)	-0.138 (-0.40)	-0.070 (-0.81)	-0.130 (-0.35)	-0.042 (-0.52)
非製造業 D	-0.040 (-0.21)	0.030 (0.36)	-0.139 (-0.45)	0.053 (0.55)	0.202 (0.60)	0.102 (1.18)	0.452 (1.22)	0.182 (2.28)**
ROA	0.032 (1.63) [†]	0.013 (2.13)**	0.097 (3.43)***	0.016 (3.10)***	0.070 (2.74)***	0.012 (2.40)**	0.076 (1.46) [†]	0.006 (1.53) [†]
レバレッジ	0.008 (1.50) [†]	0.000 (0.16)	0.019 (2.22)**	0.003 (1.17)	0.013 (1.42)	0.001 (0.50)	0.021 (1.91)*	0.002 (0.93)
adj.R ²	0.0038	0.0018	0.0306	0.0028	0.0062	0.0020	0.0095	0.0042

Panel B (1b) 式の検証結果 (N=889)

説明変数	被 説 明 変 数							
	$CAR_{(0,0)}$	$SCAR_{(0,0)}$	$CAR_{(0,1)}$	$SCAR_{(0,1)}$	$CAR_{(0,2)}$	$SCAR_{(0,2)}$	$CAR_{(0,3)}$	$SCAR_{(0,3)}$
定数項	-0.495 (-1.43)	-0.059 (-0.44)	-1.234 (-2.35)**	-0.195 (-1.38)	-1.155 (-2.09)**	-0.159 (-1.30)	-1.809 (-2.57)***	-0.224 (-1.92)*
適時開示回数 4 回目以上の基本方針の改定についての適時開示 D	3.085 (2.17)**	0.930 (2.52)**	3.623 (2.41)**	0.823 (2.37)**	3.548 (2.17)**	0.707 (2.40)**	3.390 (1.85)*	0.542 (1.92)*
適時開示回数 3 回目以下の基本方針の改定についての適時開示 D	0.138 (0.70)	0.038 (0.44)	-0.280 (-0.90)	-0.093 (-0.95)	-0.222 (-0.64)	-0.087 (-1.01)	-0.210 (-0.56)	-0.055 (-0.68)
非製造業 D	-0.092 (-0.50)	0.014 (0.17)	-0.208 (-0.67)	0.037 (0.38)	0.136 (0.41)	0.088 (1.02)	0.388 (1.05)	0.172 (2.14)**
ROA	0.036 (1.83)*	0.014 (2.27)**	0.101 (3.85)***	0.017 (3.27)***	0.074 (3.10)***	0.013 (2.55)**	0.079 (1.58) [†]	0.007 (1.75)*
レバレッジ	0.009 (1.71)*	0.001 (0.30)	0.020 (2.40)**	0.003 (1.29)	0.014 (1.57) [†]	0.001 (0.62)	0.022 (2.04)**	0.002 (1.03)
adj.R ²	0.0136	0.0059	0.0242	0.0056	0.0108	0.0047	0.0126	0.0055
適時開示回数 4 回目以上の基本方針の改定についての適時開示 D - 適時開示回数 3 回目以下の基本方針の改定についての適時開示 D	2.947 (2.06)**	0.893 (2.41)**	3.903 (2.57)***	0.917 (2.63)***	3.769 (2.29)**	0.795 (2.71)***	3.601 (1.94)*	0.597 (2.11)**

(注)

- 1) 各セルの上段は各説明変数の係数推定値、下段 () 内は White の t 値をそれぞれ示している。ただし、適時開示回数 4 回目以上の基本方針の改定についての適時開示 D - 適時開示回数 3 回目以下の基本方針の改定についての適時開示 D については、これら 2 つの説明変数の係数推定値の差とこれに対する White の t 値を示している。
- 2) *** 1% 水準で有意、** 5% 水準で有意、* 10% 水準で有意、[†] 15% 水準で有意。
- 3) 変数の定義：各被説明変数は、(0,0)、(0,1)、(0,2)、(0,3) の各イベントウィンドウの CAR ないし SCAR である。
各説明変数の定義は、表 1 と同じである。

下の基本方針の改定についての適時開示 D の係数推計値の差は、一貫して有意に正であり、CAR や SCAR に影響を与えるその他の要因を考慮してもなお、適時開示回数 4 回目以上の基本方針の改定についての適時開示の場合の CAR や SCAR は、適時開示回数 3 回目以下の基本方針の改定についての適時開示の場合や最初の基本方針の制定についての適時開示の場合よりも、一貫して有意に大きかった。したがって、仮説 1 b は支持され、企業が内部統制システムの構築に積極的に取り組むことを証券市場が好感するのは、企業が基本方針を他社よりも熱心に何回も改定している場合に限られる。

以上から、企業が内部統制システムの構築に積極的に取り組んでいるとしても、それが他社並みの取り組みであれば証券市場には好感されない。しかし、企業が内部統制システムの構築に他社よりも熱心に取り組んでいれば、証券市場は好感すると言える。

4.2. 内部統制システムの構築をめぐる企業の開示姿勢と証券市場の反応

次に、内部統制システムの構築をめぐる企業の開示姿勢と証券市場の反応の関係について、検証結果を考察する。表 4 の (E) と (F) に示されているように、基本方針の改定についての適時開示のうち、改定理由の記載のない場合に限定すると、一部のイベントウィンドウのみではあるが J1 値も J2 値もともに有意に正であり、逆に改定の理由の記載がある場合については、一部のイベントウィンドウのみではあるが J1 値も J2 値もともに有意に負であった。つまり、イベントスタディの結果、基本方針の改定についての適時開示に際して改定の理由が記載されていなければ、証券市場は有意に正に反応する傾向にあり、逆に改定の理由が記載されていれば、証券市場は有意に負に反応する傾向にあると分かった。また、表 4 の (F) - (E) に示しているように、単変量の分析においても、基本方針の改定についての適時開示に際して改定の理由の記載のある場合の CAR や SCAR は、改定理由の記載のない場合よりもおおむね有意に小さかった。表 5 に結果を示している (2) 式の重回帰分析においても、改定理由の記載あり D の係数推計値は、おおむね有意に負であり、基本方針の改定についての適時開示に際して改定の理由の記載のある場合の CAR や SCAR は、改定理由の記載のない場合よりも有意に小さい傾向にあった。したがって、仮説 2 は支持されず、基本方針の改定についての適時開示に際して改定の理由を開示しておらず情報開示には消極的であるのに、証券市場

はなぜか好感する傾向にある一方で、改定理由の内容を問わずただ単に改定の理由を開示しているというだけでは、情報開示には積極的であるのに証券市場は嫌気してしまい、改定理由の記載のない情報開示に消極的な場合よりもネガティブに評価する傾向にある。

以上から、基本方針の改定についての適時開示に際して改定の理由の内容を問わずただ単に改定の理由を合わせて開示しているというだけでは、情報開示には積極的であるのに証券市場には必ずしも好感されないと言える。

4.3. 企業の内部統制システムの構築の背景と証券市場の反応

最後に、企業の内部統制システム構築の背景と証券市場の反応の関係について、検証結果を考察する。上述のように、ただ単に基本方針の改定についての適時開示における改定理由の開示の有無に着目するだけでは、基本方針の改定理由の開示に対する証券市場の反応は、予測と異なりネガティブな傾向にある。他方で、表 6 の最下段に示しているように、F 検定の結果、(3) 式の重回帰分析における 16 個すべての改定理由の各類型 D の係数推計値は一貫して有意に同時には等しくならなかった。したがって、仮説 3 a は支持され、証券市場は、基本方針の改定についての適時開示に際する基本方針の改定理由の具体的な開示内容から企業の内部統制システムの構築の背景を評価しており、この結果として基本方針の改定理由の開示に対する証券市場の反応は一様でなく、その具体的な開示内容によって異なり得る。

さらに、仮説 3 b も支持され、基本方針の改定についての適時開示に際して改定の理由を合わせて記載すること自体は開示姿勢としては望ましいにもかかわらず、改定理由の内容によっては、改定理由の記載のない場合よりも証券市場に嫌気される場合さえある。すなわち、表 4 の (G) ~ (I) に示しているように、金商法・反社会的勢力両対応型であれば、おおむね J1 値も J2 値もともに有意に正である一方で、金商法対応型や反社会的勢力対応型であれば、おおむね J1 値も J2 値もともに有意に負であった。つまり、イベントスタディの結果、基本方針の改定の理由として金融商品取引法に基づく内部統制報告書制度の導入と反社会的勢力の排除の両方への対応を記載していれば、証券市場はおおむね有意に正に反応するが、どちらか一方しか記載していなければ、証券市場はおおむね有意に負に反応すると分かった。また、表 4 の (G) - (E)、(H) - (E)、(I) - (E) に示しているように、単変量の分析においても、改

表4 開示姿勢と構築の背景に関するイベントスタディ・単変量の分析の結果

		イベントウィンドウ							
		(0.0)		(0.1)		(0.2)		(0.3)	
		CAR	SCAR	CAR	SCAR	CAR	SCAR	CAR	SCAR
改定理由の記載なし (E)	平均値 J1値/J2値	0.665 (3.45)***	0.218 (3.31)***	0.641 (2.35)**	0.143 (2.17)**	0.439 (1.32)	0.060 (0.91)	0.086 (0.22)	-0.002 (-0.02)
改定理由の記載あり (F)	平均値 J1値/J2値	-0.021 (-0.10)	-0.600 (-0.03)	-0.642 (-2.12)**	-0.122 (-1.57)†	-0.467 (-1.85)*	-0.144 (-1.85)*	-0.002 (-1.17)	-0.049 (-0.63)
(F) - (E)	平均差 t値	-0.685 (-1.98)**	-0.818 (-1.63)†	-1.283 (-2.43)**	-0.265 (-1.72)*	-0.906 (-1.97)**	-0.203 (-1.58)†	-0.088 (-0.94)	-0.047 (-0.39)
金商法対応型 (G)	平均値 J1値/J2値	-0.809 (-1.52)†	-0.400 (-1.98)**	-1.894 (-2.52)**	-0.717 (-3.55)***	-1.916 (-2.08)**	-0.559 (-2.77)***	-1.182 (-1.11)	-0.296 (-1.47)†
(G) - (E)	平均差 t値	-1.473 (-2.67)**	-0.618 (-2.16)**	-2.534 (-3.39)***	-0.860 (-2.95)***	-2.355 (-2.44)**	-0.619 (-2.21)**	-1.268 (-1.20)	-0.295 (-1.24)
金商法・反社会的勢力両対応型 (H)	平均値 J1値/J2値	0.861 (2.06)**	0.301 (1.88)*	1.432 (2.42)**	0.425 (2.66)***	1.523 (2.10)**	0.355 (2.23)**	0.985 (1.18)	0.192 (1.20)
(H) - (E)	平均差 t値	0.196 (0.36)	0.083 (0.38)	0.791 (1.04)	0.282 (1.16)	1.084 (1.26)	0.295 (1.41)	0.899 (1.10)	0.193 (1.08)
反社会的勢力対応型 (I)	平均値 J1値/J2値	-0.649 (-1.08)	-0.184 (-0.86)	-1.805 (-2.13)**	-0.363 (-1.69)*	-2.384 (-2.30)**	-0.406 (-1.89)*	-1.976 (-1.65)*	-0.295 (-1.37)
(I) - (E)	平均差 t値	-1.313 (-1.90)*	-0.402 (-1.69)†	-2.446 (-1.61)†	-0.505 (-1.29)	-2.823 (-1.95)*	-0.466 (-1.60)†	-2.062 (-1.36)	-0.294 (-1.11)
組織変更付随型 (J)	平均値 J1値/J2値	-0.936 (-1.18)	-0.302 (-1.04)	-1.980 (-1.76)*	-0.110 (-0.38)	-2.434 (-1.77)*	-0.399 (-1.37)	-3.179 (-2.00)**	-0.216 (-0.74)
(J) - (E)	平均差 t値	-1.601 (-3.32)***	-0.519 (-1.52)	-2.621 (-2.38)**	-0.253 (-0.32)	-2.873 (-2.73)**	-0.459 (-1.02)	-3.265 (-2.36)**	-0.214 (-0.35)
表現変更型 (K)	平均値 J1値/J2値	1.308 (0.69)	-0.225 (-0.45)	-1.181 (-0.44)	-0.590 (-1.17)	-2.071 (-0.63)	-0.681 (-1.35)	-2.961 (-0.78)	-0.615 (-1.22)
(K) - (E)	平均差 t値	0.644 (0.21)	-0.443 (-0.71)	-1.822 (-1.17)	-0.733 (-2.23)†	-2.510 (-2.57)*	-0.741 (-2.08)†	-3.047 (-3.01)**	-0.613 (-2.34)*
執行役員制度導入付随型 (L)	平均値 J1値/J2値	2.186 (1.89)*	1.309 (1.84)*	0.090 (0.05)	0.039 (0.05)	-1.119 (-0.56)	-0.409 (-0.57)	-1.643 (-0.71)	-0.514 (-0.72)
(L) - (E)	平均差 t値	1.521 (0.79)	1.091 (0.96)	-0.551 (-1.68)*	-0.104 (-1.26)	-1.558 (-1.01)	-0.469 (-0.87)	-1.729 (-1.15)	-0.512 (-1.12)
企業価値増大・透明性向上志向型 (M)	平均値 J1値/J2値	-0.837 (-0.10)	-0.992 (-0.03)	-2.840 (-2.12)**	-1.471 (-1.57)†	-2.952 (-1.85)*	-1.508 (-1.85)*	-1.631 (-1.17)	-0.847 (-0.63)†
(M) - (E)	平均差 t値	-0.685 (-1.98)**	-0.818 (-1.63)†	-1.283 (-2.43)**	-0.265 (-1.72)*	-0.906 (-1.97)**	-0.203 (-1.58)†	-0.088 (-0.94)	-0.047 (-0.39)
内部統制委員会設置付随型 (N)	平均値 J1値/J2値	1.005 (1.43)	0.672 (1.49)†	-1.641 (-1.66)*	-0.579 (-1.28)	-2.519 (-2.08)**	-0.737 (-1.63)†	-1.974 (-1.41)	-0.501 (-1.11)
(N) - (E)	平均差 t値	0.341 (0.24)	0.454 (0.52)	-2.282 (-1.62)	-0.722 (-1.13)	-2.958 (-1.51)	-0.797 (-1.14)	-2.059 (-1.26)	-0.500 (-0.94)
行動規範等制定・改定付随型 (O)	平均値 J1値/J2値	0.347 (0.40)	0.171 (0.38)	0.302 (0.24)	0.257 (0.57)	1.057 (0.69)	0.448 (0.99)	2.409 (1.37)	0.754 (1.67)*
(O) - (E)	平均差 t値	-0.317 (-0.44)	-0.047 (-0.11)	-0.339 (-0.15)	0.114 (0.13)	0.618 (0.21)	0.388 (0.41)	2.323 (0.88)	0.755 (0.98)
リスクマネジメント強化志向型 (P)	平均値 J1値/J2値	1.137 (1.52)†	0.556 (1.65)*	1.919 (1.82)*	0.594 (1.77)*	0.059 (0.05)	-0.002 (-0.01)	0.566 (0.38)	0.149 (0.44)
(P) - (E)	平均差 t値	0.473 (1.18)	0.338 (2.04)*	1.278 (0.79)	0.452 (0.96)	-0.380 (-0.30)	-0.062 (-0.19)	0.480 (0.33)	0.150 (0.40)
コンプライアンス強化志向型 (Q)	平均値 J1値/J2値	-1.316 (-1.73)*	-0.407 (-1.21)	-2.620 (-2.43)**	-0.578 (-1.72)*	-1.257 (-0.95)	-0.193 (-0.57)	-0.152 (-0.10)	-0.042 (-0.12)
(Q) - (E)	平均差 t値	-1.981 (-1.11)	-0.625 (-1.00)	-3.261 (-0.95)	-0.720 (-0.84)	-1.696 (-0.63)	-0.252 (-0.45)	-0.238 (-0.09)	-0.040 (-0.08)

(注)

- (E) から (Q) は、上段に CAR や SCAR の平均値を示し、下段の () 内に CAR についてはその検定統計量である J1 値を、SCAR についてはその検定統計量である J2 値をそれぞれ示している。
- (F) から (Q) の J1 値/J2 値の下には、当該グループと (E) の CAR や SCAR の平均値の差とこれに対する t 値を () 内に示している。なお平均差検定では、分散不均一を仮定している。
- *** 1% 水準で有意、** 5% 水準で有意、* 10% 水準で有意、† 15% 水準で有意。
- 改定理由の記載ありのサンプルのうち、はずれ値として改定理由の類型化の対象外とされたために、どの改定理由の類型にも該当していないサンプル (N=11) があるため、改定理由の各類型に該当するサンプル数の合計は、改定理由の記載ありのサンプル数と一致していない。
- どのイベントウィンドウでも各検定値が少なくとも 10% 水準でひとつも有意でなかった以下の 6 類型については、紙面の都合により記載を省略している。
内部統制強化・整備志向型 (N=9)、内部通報制度整備付随型 (N=2)、持株会社移行付随型 (N=3)、環境変化対応型 (N=3)、適正な業務執行志向型 (N=5)。

表5 開示姿勢に関する重回帰分析の結果

(2) 式の検証結果 (N=889)

説明変数	被説明変数							
	CAR _(0,0)	SCAR _(0,0)	CAR _(0,1)	SCAR _(0,1)	CAR _(0,2)	SCAR _(0,2)	CAR _(0,3)	SCAR _(0,3)
定数項	-0.452 (-1.29)	-0.045 (-0.34)	-1.174 (-2.19)**	-0.181 (-1.28)	-1.097 (-1.95)**	-0.147 (-1.20)	-1.757 (-2.45)**	-0.216 (-1.83)*
基本方針の改定についての適時開示D	0.445 (1.74)*	0.143 (1.38)	0.329 (0.91)	0.049 (0.47)	0.322 (0.75)	0.024 (0.25)	0.093 (-0.20)	-0.018 (-0.20)
改定理由の記載ありD	-0.589 (-1.77)*	-0.208 (-1.52)†	-1.274 (-2.51)**	-0.299 (-1.94)*	-1.123 (-2.03)**	-0.228 (-1.77)*	-0.546 (-0.92)	-0.059 (-0.48)
非製造業D	-0.031 (-0.17)	0.033 (0.40)	-0.120 (-0.39)	0.058 (0.60)	0.219 (0.65)	0.106 (1.22)	0.460 (1.24)	0.183 (2.29)**
ROA	0.032 (1.66)*	0.013 (2.19)**	0.096 (3.31)***	0.016 (3.17)***	0.070 (2.64)***	0.012 (2.44)**	0.076 (1.44)†	0.006 (1.52)†
レバレッジ	0.008 (1.48)	0.000 (0.14)	0.019 (2.19)**	0.003 (1.15)	0.013 (1.40)	0.001 (0.48)	0.021 (1.90)*	0.002 (0.92)
adj.R ²	0.0074	0.0037	0.0254	0.0062	0.0106	0.0043	0.0094	0.0033

(注)

1) 各セルの上段は各説明変数の係数推定値、下段()内はWhiteのt値をそれぞれ示している。

2) ***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意、†15%水準で有意。

3) 各変数の定義：各被説明変数は、表3と同じである。

各説明変数の定義は、表1と同じである。

表6 構築の背景に関する重回帰分析の結果

(3) 式の検証結果 (N=879)

説明変数	被説明変数							
	CAR _(0,0)	SCAR _(0,0)	CAR _(0,1)	SCAR _(0,1)	CAR _(0,2)	SCAR _(0,2)	CAR _(0,3)	SCAR _(0,3)
金商法対応型D	-1.345 (-2.46)**	-0.585 (-2.05)**	-2.404 (-3.15)***	-0.831 (-2.84)***	-2.230 (-2.31)**	-0.591 (-2.11)**	-1.158 (-1.09)	-0.278 (-1.16)
反社会的勢力対応型D	-1.214 (-1.84)*	-0.377 (-1.64)†	-2.401 (-1.64)†	-0.490 (-1.28)	-2.755 (-1.96)**	-0.445 (-1.56)†	-2.013 (-1.38)	-0.280 (-1.09)
組織変更付随型D	-1.490 (-3.38)***	-0.506 (-1.54)†	-2.548 (-2.29)**	-0.247 (-0.32)	-2.849 (-2.75)***	-0.462 (-1.07)	-3.292 (-2.40)***	-0.235 (-0.40)
表現変更型D	0.489 (0.18)	-0.474 (-0.88)	-2.493 (-1.85)*	-0.825 (-2.96)***	-2.914 (-3.45)***	-0.774 (-2.62)***	-3.565 (-3.30)***	-0.630 (-2.79)***
執行役員制度導入付随型D	1.553 (1.12)	1.118 (1.39)	-0.710 (-1.90)*	-0.093 (-0.92)	-1.503 (-1.32)	-0.417 (-1.08)	-1.621 (-1.42)	-0.434 (-1.28)
企業価値増大・透明性向上志向型D	-1.390 (-2.00)**	-1.195 (-1.57)†	-3.440 (-2.00)**	-1.593 (-2.06)**	-3.291 (-1.68)*	-1.541 (-2.14)**	-1.554 (-0.63)	-0.802 (-1.18)
内部統制委員会設置付随型D	0.364 (0.28)	0.408 (0.51)	-2.527 (-2.25)**	-0.769 (-1.37)	-3.156 (-1.83)*	-0.845 (-1.31)	-2.244 (-1.59)†	-0.522 (-1.06)
リスクマネジメント強化志向型D	0.770 (2.22)**	0.431 (3.01)***	1.480 (0.85)	0.490 (0.98)	0.533 (0.54)	0.185 (0.85)	1.621 (1.71)*	0.421 (1.64)†
adj.R ²	0.0079	0.0048	0.0303	0.0071	0.0133	0.0067	0.0100	0.0027
金商法・反社会的勢力両対応型D - 金商法対応型D	1.743 (2.38)**	0.706 (2.04)**	3.246 (3.22)***	1.053 (3.05)***	3.244 (2.84)***	0.820 (2.48)**	2.132 (1.73)*	0.448 (1.62)†
金商法・反社会的勢力両対応型D - 反社会的勢力対応型D	1.612 (1.96)**	0.498 (1.65)*	3.242 (2.02)**	0.711 (1.68)*	3.768 (2.36)**	0.674 (2.01)**	2.987 (1.88)*	0.449 (1.54)†
16個すべての改定理由の各類型Dの係数推定値に対するF検定の結果	2.80***	2.43***	1.78**	1.76**	1.97**	1.64*	2.22***	1.58*

(注)

1) 各セルの上段は各説明変数の係数推定値、下段()内はWhiteのt値をそれぞれ示している。ただし、下から2つ目のセルには、金商法・反社会的勢力両対応型Dと金商法対応型Dないし反社会的勢力対応型Dの2つの説明変数の係数推定値の差と、これに対するWhiteのt値を示している。また、いちばん下のセルには、16個すべての改定理由の各類型Dの係数推定値が同時にすべて等しくならないかどうかを検証したF検定の結果(F値)を示している。なお、紙面の都合により、いずれかの検証式において少なくとも10%水準で有意であった改定理由の各類型Dについてのみ記載しており、コントロール変数を含むその他の変数については記載を省略している。

2) ***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意、†15%水準で有意。

3) 変数の定義：各被説明変数は、表3と同じである。

各説明変数の定義は、表1と同じである。

定理由の記載のない場合と金商法・反社会的勢力両対応型との間ではCARやSCARに有意な差は認められないが、金商法対応型や反社会的勢力対応型のCARやSCARは、改定理由の記載のない場合よりも有意に小さい傾向にあった。表6に結果を示している(3)式の重回帰分析においても、**金商法・反社会的勢力両対応型D**の係数推計値は有意でなかったが、**金商法対応型D**の係数推計値はおおむね有意に負であり、**反社会的勢力対応型D**の係数推計値も一部の検証式のみではあるが有意に負であった。これらの検証結果を受けて、**金商法・反社会的勢力両対応型D**の係数推計値と**金商法対応型D**ないし**反社会的勢力対応型D**の係数推計値の差についても追加的に検定したところ、表6に示しているように一貫して有意に正であった。したがって、ほぼ同時期に生じた会社法の枠組みの外の制度的環境の変化である金融商品取引法に基づく内部統制報告書制度の導入と反社会的勢力の排除¹⁴⁾の両方に対応するための基本方針の改定は、どちらか一方のみに対応するための基本方針の改定よりも証券市場に好感されるが、その反応は改定の理由の記載がない情報開示に消極的な場合と比べて差があるとまでは認められない。しかし、どちらか一方のみへの対応だと、改定の理由を記載しており情報開示には積極的であるにもかかわらず、証券市場は企業の対応が不十分であるとして両方ともに対応している場合よりもきちんと嫌気し、ひいては改定理由の記載のない情報開示に消極的な場合よりもネガティブに評価する傾向にある。

これら3つ以外の改定理由の諸類型では、表6に示しているように、(3)式の重回帰分析において、**表現変更型D**と**企業価値増大・透明性向上志向型D**の係数推計値がおおむね有意に負であった。表4の(K)-(E)や(M)-(E)に示しているように、単変量の分析では、改定理由の記載のない場合と表現変更型や企業価値増大・透明性向上志向型との間では、CARやSCARに有意な差はそれほど強く認められなかったが、CARやSCARに影響を与えるその他の要因を考慮すれば、表現変更型や企業価値増大・透明性向上志向型のCARやSCARは、改定理由の記載のない場合よりもおおむね有意に小さいと言える。他方で、表4の(K)と(M)に示されているように、表現変更型や企業価値増大・透明性向上志向型に限定してイベントスタディを行った結果、J1値やJ2値は有意でなかったか、有意であってもそれほど持続しなかった。したがって、証券市場は、基本方針の改定についての適時開示に際して改定の理由が記載されていても、その理由が基本方針の単

なる字句上の表現の変更であり開示に実質的な増分の情報がない場合や、その理由が企業価値の増大や透明性の向上といったように掛け声倒れで単に言っているだけと疑われ得る場合には、改定の理由が記載されているという点で望ましい開示姿勢であるにもかかわらず、改定理由の記載のない情報開示に消極的な場合よりも嫌気してネガティブに評価するが、その反応は大きくはない。

なお、ここで取り上げた以外の改定理由の諸類型については、表4や表6に示しているように、各検定統計量が有意でないか有意であっても持続しておらず、またはCARとSCARの場合で検定結果が首尾一貫していなかった。

以上から、企業の内部統制システムの構築の背景によって証券市場の反応は異なり、改定の理由の記載のない情報開示に消極的な場合よりも証券市場が嫌気する場合さえあると言える。

5. おわりに

本稿では、基本方針についての適時開示に対する証券市場の反応を検証した。その結果、基本方針を他社並みに改定しているだけでは証券市場には好感されないが、何回も基本方針を改定して内部統制システムの構築に他社よりも熱心に取り組んでいけば、証券市場に好感されることを明らかにした。また、証券市場は、基本方針の改定についての適時開示に際する基本方針の改定理由の具体的な開示内容から企業の内部統制システムの構築の背景を評価しているため、基本方針の改定理由の開示に対する証券市場の反応は一様でなく、その具体的な開示内容によって異なり得ることを明らかにした。中でも、後者の発見事項に関係して、次の点を示したことが本稿の貢献である。すなわち、本稿の検証結果は、改定の理由の内容を問わずただ単に改定の理由を合わせて開示しているというだけでは、情報開示には積極的であるのに、証券市場には必ずしも好感されないことを示している。特に、本稿の検証結果は、基本方針の改定についての適時開示に際して改定の理由を合わせて記載すること自体は開示姿勢としては望ましいにもかかわらず、改定理由の内容によっては、改定の理由を記載していない情報開示に消極的な場合よりも、証券市場が嫌気してしまう場合さえあることを示している。

本稿は、基本方針についての開示に対して実証的研究を試みている数少ない研究の1つであり、本稿の検証結果は、基本方針についての適時開示に対する証券市場の反応が内部統制システムの構築に対する企業の積極度やその背景に

よって異なることを明らかにしている。しかし、本稿のサンプルは2009年3月31日までに公表された基本方針についての適時開示に限定されている。また、本稿では、基本方針についての開示が株式リターンに与える影響を検証しているにとどまり、基本方針についての開示がリスクに与える影響については検証していない。今後、基本方針についての適時開示に対する証券市場の反応をさらに追究することが必要である。

注

- 1) ただし、いわゆる「バスケット条項」により、基本方針が適時開示の対象となるという解釈は成り立ち得ると考える。
- 2) ただし、会社法の立案担当者であった相澤・葉玉・郡谷(2006)は、内部統制システムをめぐる会社の実情の変化により、当初適切であった内部統制システムが十分に機能しなくなった場合には、取締役の善管注意義務により基本方針の改定が必要になるとの解釈を示している。
- 3) なお、「重要な欠陥」の用語は、平成23年4月1日以後開始する事業年度より「開示すべき重要な不備」という用語に見直されている。
- 4) なお、委員会設置会社については、会社法施行前の従前の制度的環境においても、すでに基本方針の決定や、営業報告書における基本方針の概要の開示が義務付けられていた(商法特例法21条の7 I ② [平成17年廃止前]、商法施行規則104条 I ①、193条 [平成18年2月改正前])。
- 5) 後述の方法により、各適時開示資料が各社の基本方針についての何回目の適時開示であるのかをカウントしたところ、各社が行った基本方針についての2回目の適時開示であり、基本方針の改定についての適時開示のケースに必ず当てはまるはずであるにもかかわらず、単に基本方針を決議した旨しか記載されていないケースが2サンプルあった。そこで、本稿では、これら2サンプルを最初の基本方針の制定についての適時開示サンプルから除外している。
- 6) 基本方針の改定についての適時開示サンプル(N=404)を適時開示回数で区分したところ、その大半は適時開示回数3回目以下のものであり(N=395、うち適時開示回数1回目N=108、適時開示回数2回目N=228、適時開示回数3回目N=59)、適時開示回数4回目以上のものは極めて少数の特異なサンプル(N=9、うち適時開示回数4回目N=8、適時開示回数5回目N=1)であった。なお、各社が基本方針について行った1回目の適時開示であるにもかかわらず、基本方針の改定についての適時開示である旨が明示されており、最初の基本方針を制定したときには適時開示を行わず、その後に基本方針を改定したときから適時開示を行っているとは推定される場合が少なくなかった。このため、最初の基本方針の制定についての適時開示ではなく、基本方針の改定についての適時開示であるのに、適時開示回数1回目のものが多数存在している。
- 7) 同じような記載内容であるのに、当該記載を改定の理由としている場合のほか、改定の内容としている場合や改定の経緯としている場合などがあり、当該記述がこれらのうちのどれに該当するのかを明瞭に区別することが困難であった。そこで、本稿では、基本方針についての適時開示資料において、内部統制システム構築の基本方針の具体的内容の記載とは別に、基本方針の改定の理由のほか、改定の経緯や趣旨、改定内容の概要等について明文の記載があれば、すべて改定の理由として漏れなく拾い上げている。
- 8) 記虎(2012)では、基本方針の改定についての適時開示資料に記載された基本方針の改定理由のテキスト型データ(textual data)に対して、まず、テキストマイニング用のソフトウェアのひとつである(株)野村総合研究所のTRUETELLER®(バージョン7.00 Build 5)を用いて、単語に分割してさらに各単語の品詞を求める形態素解析により分かち書きを行うことで、単語を抽出し、さらに各文節の係り受けの関係を求める構文解析を行うことで、係り受けの単語ペアを作成している。次に、テキストマイニング用のソフトウェアのひとつである日本電子計算(株)のWordMiner®(バージョン1.1.50)(以下、WordMinerと表記する)を用いて、各々の適時開示資料における係り受けの単語ペアの出現パターン(すなわち、ある係り受けの単語ペアが出現していれば1、出現していなければ0の値をとるフラグ値)をもとに、表頭がデータセットに含まれる各々の係り受けの単語ペア、表側が各々の適時開示資料となるクロス表を作成し、このクロス表に対して対応分析を行うことにより、成分スコアを求めている。なお、その際、表頭と表側の成分スコアとともに観察し、他と比べて極端に大きな(あるいは小さな

な) 成分スコアをとる適時開示資料と係り受けの単語ペアを探索的に検出して、はずれ値としてデータセットから除去している。最後に、WordMiner を用いて、対応分析で得られた表側の成分スコアをもとに、適時開示資料のクラスター化を行って、係り受けの単語ペアの出現パターンが類似する適時開示資料を同じクラスターにまとめて、各適時開示資料を16のクラスターに分類することにより、基本方針の改定理由を類型化している。

- 9) 改定理由の記載のある基本方針の改定についての適時開示の中には、記虎(2012)においてははずれ値として改定理由の類型化の対象外とされたために、どの改定理由の類型にも該当していないもの(N=11)がある。
- 10) 日本では、内部統制システムに関して、会社法と金融商品取引法という2つの異なる法律が規制しているが、両者の関係については法律上明文の規定が存在していない。しかし、会社法に基づく内部統制システム構築の基本方針の中で、金融商品取引法に基づく内部統制報告書制度への対応について任意に言及されている場合がある。
- 11) 厳密に言えば、彼らが紹介しているJ2値は市場モデルを前提としているため、自由度がFama-Frenchの3ファクターモデルとは異なる。そこで、本稿では、自由度を調整したJ2値を利用している。具体的には以下の値を用いている。

$$J1 = \frac{\overline{CAR}_t}{\sqrt{\widehat{\sigma}_t^2}} \quad J2 = \sqrt{\frac{114N}{116}} \overline{SCAR}_t$$

なお、Nはサンプルサイズ、下付けのtはCARやSCARを算出する際の累積日数、 $\widehat{\sigma}_t^2$ は各サンプルの誤差項の分散の推定値の合計をサンプルサイズの2乗で除した値、 \overline{CAR} や \overline{SCAR} は各サンプルのCARやSCARの平均値である。

- 12) 以下、斜字は変数名を意味している。
- 13) 重回帰分析を行う際にコントロール変数として、企業規模、金融機関持株比率、外国人持株比率、個人持株比率、増収率を示す各変数を検証式に含めて分析してみたが、これらの各変数は有意でなかったため、最終的に検証式から除いた。また、検証に際しては、日経NEEDS財務データDVD版からデータを入手できない銀行・保険・証券(日経中分類)の各業種に属するサンプルを除いた。さらに、各適時開示資料の公表日前直近の決算期の決算月数が12か月でないサンプルや、

決算月数が連結と単体とで異なるサンプルのほか、レバレッジの変数が100%超のサンプルを除いた。検証に際しては、注5)のとおり、各社が行った基本方針についての2回目の適時開示であり、基本方針の改定に際する適時開示のケースに必ず当てはまるはずであるにもかかわらず、単に基本方針を決議した旨しか記載されていないサンプル(N=2)も除いている。

- 14) 金融商品取引法に基づく内部統制報告書制度は、2008年4月1日以後開始する事業年度から導入された。また、平成19年(2007年)6月19日付で公表された政府指針「企業が反社会的勢力による被害を防止するための指針について」(犯罪対策閣僚会議幹事会申合せ)では、「反社会的勢力による被害の防止は、業務の適正を確保するために必要な法令等遵守・リスク管理事項として、内部統制システムに明確に位置付けることが必要である。」と定められている。さらに、東京証券取引所は、企業行動規範に反社会的勢力の排除に努める旨を定め、2008年2月6日から施行した。その他の証券取引所においても、おおむね同時期に企業行動規範に同様の規定が設けられた。

参考文献

- 相澤哲・葉玉匡美・郡谷大輔, 2006. 『論点解説 新・会社法: 千問の道標』, 商事法務.
- Campbell, J. Y., A. W. Lo and A. C. MacKinlay, 1997. The Econometrics of Financial Markets. Princeton University Press, Princeton, NJ. (祝迫得夫・大橋和彦・中村信弘・本多俊毅・和田賢治訳, 2003. 『ファイナンスのための計量分析』, 共立出版.)
- Chernobai, A. and Y. Yasuda, 2013. Disclosures of Material Weaknesses by Japanese Firms after the Passage of the 2006 Financial Instruments and Exchange Law. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37, No. 5, pp. 1524-1542.
- 藤原英賢, 2011. 「内部統制の重要な欠陥の開示と監査役との性質の関係」『内部統制』第3号, 163-171頁.
- 池田裕之, 2012. 「開示制度がもたらした内部統制への影響(内部監査の変更実態調査)」『会計・監査ジャーナル』第24巻第2号, 79-85頁.
- 経済産業省企業行動課編, 2007. 『コーポレート・ガバナンスと内部統制～信頼される経営のために～』, 経済産業調査会.

- 記虎優子. 2012. 「会社法に基づく内部統制システム構築の基本方針の時系列分析 — 改定理由とその公表時期の関係 —」『総合文化研究所紀要』第29号, 16-39頁.
- 松本祥尚. 2011. 「内部統制の有効性」, 橋本尚・松本祥尚著「— 企業情報開示システムの最適設計 — 第3編 内部統制制度の実態と課題」所収, RIETI Discussion Paper Series 11-J015, 経済産業研究所, 3-16頁 (http://www.rieti.go.jp/jp/publications/act_dp2010.html).
- 武田史子. 2013. 「内部統制報告書が株価に与える影響についての研究」, 日本会計研究学会特別委員会『監査論における現代的課題に関する多面的な研究方法についての検討 (最終報告)』所収, 102-110頁.
- 鳥羽至英. 2007. 「会社法下における内部統制システム構築への船出 — 取締役会決議において明らかとなった「体制」の内実」『月刊監査役』第522号, 43-83頁.
- 矢澤憲一. 2011. 「内部統制の実証分析 — なぜ日本企業の「重要な欠陥」開示は少ないのか?」, 日本インベスター・リレーションズ学会編『内部統制とIR — 研究者と実務家の立場から』所収, 商事法務, 81-113頁.
- 矢澤憲一. 2012. 「内部統制監査コストと効果 — 監査の質の解明に向けたニューアプローチ —」『証券アナリストジャーナル』第50巻第5号, 39-48頁.
- 矢澤憲一. 2013. 「なぜ日本企業は内部統制の欠陥を開示しないのか? — 傾向スコアマッチングによる重要な欠陥の(非)開示要因に関する研究」, 日本会計研究学会特別委員会『監査論における現代的課題に関する多面的な研究方法についての検討 (最終報告)』所収, 70-92頁.

謝 辞

本研究は、JSPS 科学研究費基盤研究 (C) (課題番号 22530502) および同志社女子大学2010年度研究助成金 (個人研究) による研究成果の一部である (記虎)。また、本研究は、JSPS 科学研究費若手研究 (B) (課題番号 23730454) による研究成果の一部である (奥田)。

